

Хоутри Ралф Джордж

(1879 -1975)

Hawtrey Ralph George

Деньги и кредит

Перевод К. Г. Фокина под. ред. И. А. Трахтенберга

Воспроизводится по изданию:

Хоутри Р. Д. Деньги и кредит. - М., 1930.

Директмедиа Паблишинг

Москва

2008

ПРЕДИСЛОВИЕ АВТОРА

Эта книга была написана во время войны. Первое издание ее вышло из печати в июне 1919 г., т. е. тогда, когда был подписан мир. В то время нормальное действие денежного обращения и кредита принадлежало прошлому, которое становилось все более и более отдаленным. Настоящее было хаотическим, а будущее темным.

Казалось наилучшим излагать теорию предмета применительно к довоенным условиям и иллюстрировать это историческими главами. С другой стороны, главы о войне и послевоенных условиях не были ни историческими ни теоретическими, но касались новых практических проблем, которые возникали со всех сторон.

Второе издание, которое вышло в 1923 г., не подверглось большому пересмотру, но кое-что было добавлено о событиях и спорах промежуточного периода.

Возможность настоящего нового издания я использовал для много более основательного пересмотра: приблизительно одна треть всей книги написана совершенно заново и кроме того сделано множество мелких исправлений.

Во-первых, книга разделена на теоретическую часть (часть I) и историческую (часть II). Главы, касающиеся войны вообще и Великой войны в частности, заново написаны. Две главы, о военных финансах и инфляции и о последствиях и способах лечения инфляции, включены в теоретическую часть. Две главы о Великой войне и последующих событиях вошли в историческую часть. Нет нужды говорить, что я не делал попыток к чему-нибудь, *что* могло бы быть названо историей денег за эти тяжелые годы, я просто описал некоторые выдающиеся события с целью иллюстрации теоретических глав.

Во-вторых, теоретическая часть книги основательно пересмотрена. Главные аргументы и метод не изменены, но во многих местах рассуждение переработано и дополнено в свете многообразных дискуссий, вызванных денежными опытами немногих последних лет. Большая часть главы V о вексельных курсах написана заново, точно так же, как и глава X о финансовых кризисах. Прежняя глава о бумажных деньгах и количественной теории значительно дополнена и разделена на две (главы III и IV).

В-третьих, в процессе теоретического изложения сделаны ссылки на факты.

В-четвертых, я имею возможность сослаться на различные работы, касающиеся фактов, рассматриваемых в некоторых исторических главах, и опубликованные после того, как эти главы впервые были написаны.

Среди наиболее важных мест, которые получили новое или пересмотренное толкование, могут быть упомянуты следующие:

Критика различных альтернативных версий количественной теории (с. 30 — 33).

В теории вексельных курсов — отношение платежного баланса к внутреннему и внешнему уровням цен и к доктрине паритета покупательной силы (с. 55—71).

Сравнительные достоинства законов о резервах, основанных соответственно на фиксированной твердой эмиссии и на фиксированной пропорции (с. 82—86 и 94—97).

Международное движение капиталов для краткосрочных вложений в соответствии с высокой учетной ставкой (с. 114—119).

Спекуляция товарами, акциями и иностранной валютой (с. 138—140 и 204—207). , I

Крушение денежных систем в 1922/23 г. и возврат к золотой валюте. (с. 336—350).

Большая часть глав ХТII и ХТIII была опубликована в «Economic Journal» в 1918 г.

Р. Дж. Гоу три

Ч А С Т Ь П Е Р В А Я
ТЕОРИЯ ДЕНЕГ И КРЕДИТА

Г Л А В А I

КРЕДИТ В БЕЗДЕНЕЖНОМ ХОЗЯЙСТВЕ

Деньги принадлежат к одному из тех явлений, которые подобно чайной ложке или зонтику, но в отличие от землетрясения или лютика, определяются в основном по тому использованию их или цели, для которой они предназначены. Использование или назначение денег двояко: они являются орудием обмена и мерилем ценности.

Согласно классическому учению о деньгах, человечество, с целью избавиться от нестерпимых неудобств прямого обмена одних видов товара или услуг на другие, додумалось избрать один определенный товар, который предлагался бы всеми покупателями и принимался бы всеми продавцами. Независимо от того, предписан ли законом или установлен обычаем этот определенный товар, продавец добровольно принимает его в платеж, так как он знает, что этот товар будет принят, в свою очередь, теми, у которых он захочет купить. Обычай, который делает избранный товар всеобщим орудием обмена, почти неизбежно делает его также всеобщим мерилем ценности. Рынок, который оценивал бы каящийся товар особо в значениях каждого из других товаров, был бы невозможен; пользование одним определенным товаром как деньгами дает возможность выражать все цены в значениях этого одного товара.

Если мы подходим к вопросу таким путем, мы естественно предполагаем, что пользование каким-либо избранным товаром как деньгами является только альтернативным в деле обмена. Чтобы показать, какое значение играет в обществе применение денег и какие значительные изменения оно производит, мы должны вернуться к древним и невежественным обществам, которые никогда не знали применения денег, или предположить, каково должно было бы быть экономическое положение человечества до того, как появились деньги. Такие сопоставления смогут выявить важность денег. Но чтобы постичь важность денег в ее истинном значении, лучше взять вполне организованное и цивилизованное общество, со всем современным развитием торговли и промышленности и исследовать, в какой степени подобное общество могло бы существовать без применения денег или какие из характерных особенностей такого общества должны были бы неизбежно отпасть. Другими словами, мы должны найти не историческое, а логическое происхождение денег.

Итак, предположим цивилизованное общество, в котором денег не существует. Блага поступают на рынок и обмениваются. Но даже если и не существует орудий обмена, из этого не следует, что эти блага должны обмениваться непосредственно одно на другое. Если какой-либо человек продаст тонну угля другому, то это создает для покупателя продавца. Но покупатель в свою очередь явится продавцом кому-либо иному, а пре»-

давец в свою очередь также будет и покупателем. Участники рынка могут собраться вместе и сопоставить свои взаимные долги и требования. Но для этой цели долги и требования, которые представляют покупки и продажи различных благ, должны быть сведены к какому-либо общему мерилу. Е д и н и ц а измерения долгов является необходимой. Когда какой-либо товар употребляется как деньги, он естественно, служит и в качестве единицы измерения долгов. При отсутствии же денег, такой единицей может быть нечто условное и вполне произвольное. Это есть то, что технически называется «счетными деньгами». Даже при пользовании деньгами, может случиться, что единица для исчисления долгов до некоторой степени отклонится от точного соответствия с деньгами в обращении. В таком случае расхождение между деньгами и счетными деньгами немедленно усваивается практикой. Цена валютных монет может быть выражена в значениях счетных денег, и для погашения данного долга потребуются различные суммы валютных монет. Это является некоторым приближением к тому состоянию дел, которое мы хотели себе представить.

Но как бы ни была условна и произвольна эта единица, раз она установлена как базис для долгов, цен и рыночных ценностей, это обязывает принять и некоторые последствия. Если бы сделки каждого дня выполнялись в течение этого же дня и каждый мог бы точно сбалансировать свои долги и свои требования, то сделки следующего дня могли бы начаться при условии пользования совершенно новой единицей, такой же произвольной, как и всякая другая, и не имеющей к ней никакого отношения. Но в действительности, такое балансирование долгов и требований невозможно; в результате сделок каждого дня будет оставаться задолженность, переходящая на следующий день. Одна и та же единица должна следовательно непременно применяться изо дня в день. Сделки каждого дня начинаются с установления заключительных цен предыдущего дня, исчисленных в этой единице. Каждый участник рынка исчисляет в этой единице свое собственное богатство; он устанавливает базис своей оценки, как для того, что он хочет купить, так и для того, что он хочет продать, и он ожидает только таких отклонений от цен предыдущего дня, которые оправдываются изменением протекания и спроса. Величина действительного рыночного опроса на товары ограничена количеством единиц счетных денег, которые торговцы готовы предложить, а количество, которое они готовы предложить в течение данного периода времени, определяется тем количеством, которое они надеются получить. Следовательно, как бы произвольна эта единица ни была, не может быть причудливых колебаний в ее Покупательной силе.

Отсутствие общепризнанного средства погашения сальдо по задолженности несомненно причиняло бы неудобства. Хотя между торговцами эти сальдо по большей части могут быть покрыты постепенно со дня на день, но иногда требуется немеренный платеж, и в случае спора здесь нет признанного «законного платежного средства», в котором суд мог бы приказать должнику произвести платеж. На том, как эта проблема могла

бы наилучшим образом быть торговцами разрешена, нет нужды останавливать наше исследование. Этот вопрос о платеже долгов шире, чем просто вопрос сведения баланса расчетов между торговцами на рынке.

В процессе производства оказание услуг создает долг лица, которому принадлежит продукт, лицу, которое оказывает услуги. Большинство людей получает свои доходы от услуг, оказанных или их личным участием, или использованием их имущества в производстве. Практика, которую мы приписываем купцам, противопоставления одного долга другому, может быть охарактеризована как использование к р е д и т а в качестве средства платежа. Долг и кредит суть различные наименования одной и той же вещи. То, что для должника есть долг, для кредитора является кредитом¹. Может ли кредит употребляться как средство платежа не только между торговцами, которые все являются предпринимателями, но также и между рабочими и нанимателями?

Зонтичный мастер может заплатить заработную плату своему рабочему путем начета долга на себя, но для того, чтобы его рабочий мог истратить свою заработную плату, обязательства зонтичного мастера должны обладать свойством быть переведенными на кого-либо другого, как как у своего нанимателя рабочий не может ничего купить, кроме зонтов.

Выход из затруднения состоит в том, чтобы найти посредничество кого-нибудь, кто с к у п а л б ы д о л г и . Зонтичный мастер мог бы продать этому «торговцу долгами» долги, следуемые ему за проданные зонты, а «торговец долгами» в свою очередь мог бы принять на себя обязательства по долгам зонтичного мастера его рабочим. Если бы каждый кредитор передал свои права на своих должников торговцам долгами, то противопоставление взаимных долгов безмерно облегчилось бы.

Торговец долгами или кредитами является б а н к и р о м². Долги участников всего общества могут быть взаимно погашены путем перечислений в книгах банкира или передачей документов, как например банкнот, представляющих обязательство банкира. До тех пор, пока банкиры являются состоятельными, их обязательства представляют собой совершенно достаточные средства погашения долгов, так как каждый долг может быть так же хорошо покрыт другим долгом, как и погашен уплатой денег. Если к банкиру самому предъявляется иск в суде, то здесь все же еще не существует законного платежного средства, в котором он принужден был бы платить. Но если он состоятелен, он может получить кредит у другого банкира. Действительно, истинным критерием состоятельности отдельного торговца могла бы быть его способность получить достаточные банковские кредиты, чтобы покрыть свои обязательства, а критерием со-

¹ Такова теория Маклеода. Долг и кредит суть понятия антитезные. Кредит, наименование? количества, означает сущность того, на чем основан долг (или требование).

² Это также определение Маклеода. «Банк есть просто предприятие для торговли кредитом» («Theory of Credit», изд. 2-е, с. 606).

стоятельности банкира могла бы быть легкая обратимость его обязательств в обязательства других банкиров.

Но могут спросить, не противоречит ли это последнее положение нашей гипотезе? Мы предположили существование общества без денег. Однако, если человек может пойти в своему банкиру и разменять >чек на банкноты, не предполагает ли это существование чего-то, что во всем—за исключением наименования — является деньгами. Мы привыкли думать о банковских кредитах, как о деньгах. Но это происходит только потому, что для практических целей каждого дня различие между банковскими кредитами и деньгами редко имеет какое-либо значение. И при всем том, банковский кредит есть п р о с т о долг, отличающийся от других долгов только удобствами, допускаемыми банкиром в отношении перечисления этого долга на других кредиторов. Никто не считает торгового долга деньгами, хотя этот долг может быть так же хорошо обеспечен, как и банковский кредит.

Найдя в банковском кредите средство для учинения платежей, не подошли ли мы близко в понятию мерила ценности?

Счетные деньги создают единицу измерения долгов. Они могут так же служить и единицей измерения цен. Принятием цены какого-либо товара на рынке создается долг покупателя товара продавцу. Функция цены состоит в том, чтобы определить величину этого долга.

Но единица измерения цен есть неизбежно и единица измерения ценностей. Ценность—в экономическом смысле—означает рыночную цену, и на практике рынок определяет ценность только в форме цены. Относительные ценности всех товаров измеряются их относительными ценами. И цена каждого товара измеряет его ценность по отношению к единице. Что же в таком случае представляет собой ценность единицы? До тех пор пока ценность означает меновую ценность, ценность всякой вещи, будет ли товар или единица счетных денег, должна быть всегда отношением—ценностью, выраженной через что-либо иное. Подобно тому, как ценность всякого товара выражается в единице ценности, точно так же ценность этой единицы выражается в любом товаре. Она может быть равна, положим, паре штанов или тонне угля.

Во всяком случае главное требование, предъявляемое к единице ценности, есть стабильность. Но что понимаем мы под стабильностью? Вполне правильно сказать, что ценность единицы не должна колебаться, но существует не одно определение ценности единицы. Ценность ее в угле может быть стабильной, тогда как ее ценность в штанах может подниматься и падать. Этот вопрос имеет значение не только по отношению к счетным деньгам. Он возникает также и тогда, когда денежная единица определяется как эквивалент предписанного количества избранного товара, например — золота. Необходимо знать, колеблется ли ценность золота, выраженная в других товарах.

Если мы устанавливаем тенденцию к одновременному повышению в с е х товарных цеп, исчисленных в единице, это значит, что ценность

единицы падает, а тенденция всех цен падать означает, что ценность единицы растет.

Но если бы мы пожелали и з м е р и т ь эти тенденции, мы должны были бы найти какие-либо способы определения колебаний цен различных товаров соотносительно друг к другу. Это достигается применением индексных чисел. Чтобы измерить изменение уровня цен в течение какого-нибудь промежутка времени, мы берем достаточный набор продуктов, вычисляем пропорции в изменениях, которые произошли в течение данного промежутка времени с ценою каждого из этих продуктов, а потом берем среднюю из этих пропорций. Существует много способов вычисления средней, но ни один из них не может быть признан теоретически совершенным. Но все методы одинаково стремятся вскрыть какую-либо общую тенденцию, влияющую на все товары вместе. Мы будем предполагать, что изменения уровня цен измеримы. Величиной, обратной уровню цен, будут измеряться тогда изменения того, что может быть названо «действительной ценностью» «wealth value» или «покупательной силой» денежной единицы.

Будет ли непрерывное изо дня в день применение единицы само по себе достаточным, чтобы препятствовать ее ценности в товарах безгранично колебаться в любом направлении, даже если эта единица не будет связана эквивалентностью с каким-либо специальным товаром? Если бы каждый, получивший кредит, немедленно расходовал его на покупку товаров, то функция банкира свелась бы к тому, чтобы провести все платежи по книгам в конце дня. Он стал бы просто скромным счетоводом, получающим умеренную комиссию или оплачиваемым другим каким-либо соответственным образом. Несомненно, однако, что так как каждый, в известных нам экономических обществах, держит некоторое количество наличных денег на руках, то отсюда мы можем постулировать, что каждый точно так же держал бы на руках некоторое количество неистраченного кредита, для покрытия платежей, предвидимых или непредвиденных, которые должны быть сделаны в близком будущем. Эти резервы не истраченного кредита на руках у публики представляют собой в действительности соответственные части непокрытых долгов банкиров. Поскольку эти резервы существуют всегда, банкиры постоянно являются в такой же степени должниками публики. И так как нублика держит эти кредитные резервы по собственному желанию и для собственных удобств, то банкиры не платят процентов по ним или, по крайней мере, не платят процентов в полном размере.

Итак, банкиры являются только торговцами кредитом. Они не выдают обязательств больше того, что рассчитывают получить по своим

¹ См. Irving Fischer, Making of Index Numbers. Трудности отнюдь не вытекают целиком из существа метода. Они проистекают из дефекта самого понятия богатства как некоего объекта, измеряемого независимо от различий места и времени (см. книгу автора «Economic Problem», с. 178.).

притязаниям. Зонтичный мастер, который хочет расплатиться со своим рабочим банкирскими кредитами, должен купить эти кредиты на выручку от своих зонтов. Но банкир не хочет торговать зонтами и не хочет покупать их сам. В этом сущность положения банкира, что он продает кредиты всяким производителям и торговцам, так что его кредиты могут быть приняты в платеж всеми. Он готов, находя это более удобным (как это и делают настоящие банкиры), скорее выдать в с с у д у свои кредиты, чем покупать блага. Его средства будут состоять преимущественно из ссуд, выданных производителям и торговцам, которые используют эти ссуженные кредиты в собственных предприятиях и заплатят за них проценты из полученных от этого прибылей.

Великая кредитная машина работает очень много. Купец дает заказ фабриканту на поставку некоторого количества товаров. Фабрикант получает у своего банкира соответствующий кредит для покрытия необходимых расходов по производству, включая стоимость сырых материалов, на весь период, пока товары не будут сданы и не поступит платеж от купца. Когда товары будут сданы купцу, то последний в свою очередь занимает сумму, равную их стоимости, на срок, в течение которого эти товары по всей вероятности будут находиться у него на руках. Товары могут переходить от одного фабриканта к другому, от одного торговца к другому много раз, прежде чем они окончательно будут проданы розничными торговцами потребителям. Каждый фабрикант или торговец будет, по всей вероятности, должен по крайней мере часть стоимости этих товаров в течение того срока, пока они находятся у него на руках. Долг этот как будто привязан к товарам все время, пока они находятся в торговле, другими словами, пока они покупаются с целью перепродажи. Этот долг окончательно погашается только тогда, когда товары продаются не для дальнейшей торговли, а для потребления. Но каждый фабрикант или торговец расплачивается по долгу в то же время, как он расстаётся с товарами. Он занимает, чтобы покрыть расходы по производству или покупке товаров, использует суммы своего займа или на оплату рабочих, занятых им в производстве, или на покрытие покупной цены товаров; таким образом, когда он сдает товары, он употребляет вырученные суммы на уплату своих займов и получает некоторый остаток, как свою прибыль. Поэтому новые кредиты, в отличие от тех, которые заключаются только взамен старых, открываются на оплату прибылей, вознаграждения, процентов и т. д. всем тем, кто участвовал личным трудом или использованием своего имущества, в производстве.

Займы заключаются предпринимателями, т. е. теми, которые производят или покупают товары и т. д. с целью последующей продажи. Запасы товаров в течение процесса производства, транспорта или в ожидании продажи являются собственностью купца, и во всякий момент они образуют поток товаров, переходящий от купца к купцу по всем последовательным стадиям. Одновременно имеют место и соответственные кредитные операции. Какой-либо отдельный купец может как производить, так и

подучать платежи. Его действительные заемные и платежные операции могут не иметь никакой определенной связи с отдельными сделками по купле и продаже, но будут только представлять конечный результат после сведения всех его получений и платежей; другими словами—когда расходы по производству или покупке товаров превышают выручку от продаж, то купец занимает, в противном случае он уплачивает свои долги. Его задолженность повышается или падает в соответствии с его торговыми запасами.

Рассмотрим течение событий в течение недели. Запасы товаров у купцов увеличиваются за счет текущего производства; продажи же потребителям уменьшают их. Те из коммерсантов, которые заняты в производстве, должны уплатить такую часть издержек производства, которая приходится на очередные платежи недели. Розничные продавцы получают суммы, которые потребители расходуют в течение недели. Эти потребители в значительной степени являются теми самыми людьми, которые получают платежи от производящей части (хотя, безусловно, имеются некоторые классы общества, как например домовладельцы и домашняя прислуга, доходы которых получаются не от коммерсантов-предпринимателей, как таковых).

Между розничными торговцами и производителями стоят оптовые торговцы-купцы.

Оптовые торговцы занимают очень важное место в торговой системе. Они оценивают спрос и регулируют предложение. Кругозор розничника имеет местный ограниченный характер (исключая тех случаев, когда соединяется и оптовая и розничная торговля и отсутствует разделение функций, и он не может определить перспектив спроса. Поэтому инициатива пускать в ход механизм производства переходит к оптовому торговцу, который дает заказы производителям и тем самым приводит в действие механизм кредита. Это особенно справедливо в отношении фабрикатов и производства сырых материалов. В сельскохозяйственном производстве предложение есть дело случая, а спрос сравнительно постоянен и здесь следовательно функции оптового торговца оцениваются много меньше. Производство основного капитала имеет свои особенности. Здесь заказ дается не купцом, а предпринимателем, который будет применять этот основной капитал в своем предприятии и полученный накоплением покроеет его стоимость. Инвестированные деньги, безусловно, потрачены; они потрачены на капитал, т. е. товары, из которых состоит капитал. Спрос на капитал покрывается из народных сбережений, таким же точно путем, как спрос на потребительские товары складывается из их затрат на текущие нужды. В этом процессе потребность во временных займах происходит от двух причин. Подрядчик, который обязался построить новое предприятие, может занимать для покрытия своих расходов, антиципируя платежи, которые он имеет получить от предпринимателя, а предприниматель сам может занимать антиципируя те сбережения, которые он надеется собрать от инвестора.

Когда банкир выдает ссуду, то мы говорим, кто он предоставляет или создает кредит. Это есть вольный способ описания двойной сделки. Банкир принимает на себя немедленное обязательство по отношению к своему клиенту в обмен на будущее обязательство клиента банкиру. Обязательство банкира или «банковский кредит», покрывает нужды клиента, так как это обязательство может быть передано дальше как средство платежа. Обязательство клиента, благодаря тому, что оно приносит проценты или дисконт за период до наступления срока, составляет источник прибыли банкира. Таким образом создаются в действительности два кредита или долга, хотя только один из них предназначен служить средством платежа¹.

В выбранной нами неделе существует определенный уровень ставок заработной платы, жалования и т. д. и определенный уровень товарных цен. Купец в своем решении, по какой цене он будет заказывать товары, должен руководиться существующими в это время рыночными ценами; фабрикант при установлении для себя приемлемых цен на заказываемые товары, должен руководствоваться существующими издержками производства. Значительная часть доходов, которые тратят потребители и которые образуют спрос на товары, является составной частью тех же самых издержек производства, при условии, что и сами торговцы также включаются в число потребителей, а их прибыль — в состав издержек производства.

Таким образом покупательная способность потребителей в значительной мере определяется суммой тех кредитов, которые производители получают от банков. Кредит берет начало в производстве и погашается в потреблении. Предложение покупательной силы регулируется поэтому сделками, которые требуют финансирования. Оно вытекает из дачи заказа производителю, а количество покупательной силы, получающей бытие, когда производитель заключает заем, чтобы выполнить заказ, зависит от цены, по которой был принят заказ. Объем производительных ресурсов общества ограничен, и во Исаком случае, когда этот предел является достигнутым, то постоянство цен предполагает постоянство предложения покупательной силы.

Каждый заемщик в действительности учитывает условия, которые ограничивают сумму его займа, и это-то самое ограничение позаимствований имеет тенденцию ограничивать доход и соответственно расход потребителя его прежними пределами.

Тем не менее, очевидно, что этот принцип постоянства является несовершенным. Остается простор для колебаний в величине заказов, в скорости их исполнения, в количестве кредита, потребного для их финансиро-

¹ «Банкир есть предприниматель, который покупает деньги и кредиты, долги или права акционера, оплачиваемые в будущем, путем создания и эмиссии кредитов, долгов и прав акционера, оплачиваемых по требованию». (Маклеод, loc. cit., с. 686).

вания. Если мы хотим показать, что денежная единица будет устойчивым мерилом ценности, то мы должны показать, что, подвергнувшись действию нарушающей причины, денежная единица будет обнаруживать тенденцию вернуться к своей прежней ценности или, во всяком случае, она достигнет новой и относительно устойчивой ценности, не отличающейся значительно от старой.

Предположим, что привычный ход кредитной машины нарушен. Этот привычный ход зависит от новых позаимствований, являющихся в целом достаточными, но не более чем достаточными, чтобы заместить погашенные ссуды. Кредит создаваемый должен быть равен погашаемому. Если это 'соблюдено, устойчивость каждой другой части механизма будет достигнута.

Сначала рассмотрим случай, когда происходит сокращение новых позаимствований. Это может случиться например потому, что купцы дают меньше новых заказов фабрикантам, иди оттого, что заемщики начали снижать свою задолженность по открытым кредитам, которые они при других обстоятельствах использовали бы полностью. В последнем случае, при уменьшающихся затратах, продажи так же будут падать, а запас товаров на руках у торговцев будет уменьшаться медленнее, чем обычно, благодаря чему торговцы будут давать меньшие заказы фабрикантам для пополнения своих запасов. Таким образом, в каждом случае ослабление темпа создания новых кредитов означает уменьшение заказов фабрикантам. Но результатом этого будет то, что труд и орудия общества не будут больше полностью использованы и что общая сумма заработной платы и прибылей будет уменьшаться. Соответственно будут падать и расходы населения, а это получит свое отражение на продажах розничных торговцев и купцов. Они в свою очередь сократят свои заказы на новые поставки товаров, и таким образом первоначальное ограничение кредита получит тенденцию к дальнейшему повторению и усилению. Однако и обратная тенденция немедленно начнет действовать. Рестрикция кредита означает ослабление банковской деятельности. Банкиры не будут охотно соглашаться на соответственное уменьшение своих прибылей и будут делать попытки склонить своих клиентов к новым займам. Действительно, они снизят свою процентную ставку.

Необходимо отметить, что совершенно независимо от какого-либо умышленного действия банкиров, существует во всяком случае важная сила, действующая в сторону понижения процентной ставки. Как мы видели, сокращение кредита вызывает ослабление спроса на товары. Это ослабление спроса вызывает в свою очередь падение цен. Купцы находят, что их запасы товаров обесцениваются за время нахождения у них на руках, а это обесценение запасов понижает прибыль, из которой они уплачивают проценты по займам, заключенным для финансирования этих запасов.

Следовательно, падающие цены сами по себе делают заключение займов менее привлекательным и понижают процентную ставку, которую

заемщики соглашаются платить. Банкиры должны соответственно понизить свои процентные ставки даже прежде, нежели они могут побудить своих клиентов к дальнейшему заключению займов в пониженном раз-
мере, который будет вызываться их товарооборотом; если же желательно этих клиентов побудить к увеличению займов, то ставка процентов должна быть установлена даже ниже этого низкого уровня.

Если, что отнюдь не является невозможным, банкиры будут не в состоянии таким путем усилить спроса на займы, то рестрикция кредита и соответственно депрессия в торговле будут продолжаться. Когда привычный ход событий восстановится, то сумма кредитов в обращении и поминальная сумма заработной платы и цен, уплаченных из них, при исчислении, в условной единице ценности — могут быть безмерно понижены. Другими словами, действительная ценность этой единицы может чрезмерно возрасти. И не существует никакой тенденции для автоматического возврата ценности этой единицы к своему прежнему уровню. Правда, новое нарушение может быть вызвано новым сокращением кредита, и после нового периода совращенной торговли это нарушение может закончиться еще большим повышением единицы ценности.

Однако, вероятность противоположных изменений—экспансии кредита и обесценения единицы ценности — является всегда значительно большей. И это движение даже более неограниченно в своем распространении. Личный интерес побуждает и предприимчивого торговца всегда занимать больше и предприимчивого банкира всегда одалживать больше, так как для каждого рост его кредитных операций означает рост¹ его дела. Предположим, что некоторые купцы, в надежде расширения своих дел, дают увеличенные заказы фабрикантам. Фабриканты тотчас же будут занимать больше, чем обычно у своих банкиров. Они будут ускорять работу фабрик, будут платить больше своим рабочим и будут получать больше прибыли пропорционально своей возросшей выработке. Фабриканты и их рабочие начнут больше тратить; розничные торговцы начнут размещать больше товаров и начнут также еще больше брать у оптовых торговцев; оптовые торговцы будут в свою очередь давать еще больше заказов фабрикантам. Фабриканты, найдя свои производственные возможности перенапряженными, будут назначать оптовикам более высокую цену: оптовики, в свою очередь, будучи не в состоянии снабжать розничников достаточно сильно иди поддерживать свои запасы товаров, повысят цены для розничных торговцев, а розничные торговцы повысят цены для публики. Общее повышение цен повлечет за собой пропорциональное увеличение займов для финансирования данного отпуска товаров, вдобавок к росту, необходимость которого вызвана соответствующим увеличением выпуска товаров. Этот рост займов, означающий рост суммы кредита, вызовет дальнейшее стимулирование торговли.

Этот процесс и есть то, что обычно называют инфляцией кредита. Где он закончится? Неопределенная экспансия кажется одинаково соответствующей непосредственным интересам и купцов и банкиров. Нелре-

рывный и прогрессирующий рост цен делает выгодным накопление запасов товаров, и процентная ставка, которую купцы, держащие запасы, готовы платить, соответственно повышается. Таким образом купец и банкир делают между собой больший размер прибыли на больший оборот. Кредит, создаваемый для целей производства, становится покупательной силой в руках людей, занятых в производстве; чем более сумма создаваемого кредита, тем больше будет сумма покупательной силы и тем лучшей будет конъюнктура рынка для продажи всех видов товаров. Но чем лучше рыночная конъюнктура, тем больше спрос на кредит. Таким образом рост предложения кредита сам собою вызывает дальнейший спрос на кредит, точно так же, как сжатие предложения кредита приводит к уменьшению спроса на кредит. Как экспансия, так и сокращение кредита, может следовательно происходить абсолютно вне всяких границ, а потому и соответственное падение или рост ценности денежной единицы будет также происходить вне всяких границ. И в том и в другом случае всякое мерило ценности будет совершенно утрачено.

Но могут спросить, для чего выдумывать фантастическую гипотезу о цивилизованном обществе с безденежным хозяйством, лишь бы показать—что было очевидно уже с самого начала,—что цены, не основанные на каком-нибудь физическом мериле ценности, должны колебаться безгранично. Мимоходом должно быть отмечено, что эта гипотеза не так уже целиком фантастична: в течение первого пятнадцатилетия после издания Bank Restriction Act'a, т.-е. с 1797 по 1812 г., всеобщим орудием платежа в Англии были банкноты Английского банка, которые не были законным платежным средством, а были только долговым обязательством банка, но обязательством, не оплачиваемым ни золотом, ни каким-либо другим средством. Но не останавливаясь больше здесь на этом, вопросе*, мы можем сказать, что оправдание этой гипотезы состоит в том, что она дает нам анализ функций кредита, которые иначе были бы неразрывно переплетены с функциями денег.

Во-первых, мы могли определить счетные деньги как единицу для измерения долгов; мы могли видеть, что единица для измерения долгов так же необходима, как и единица для измерения цен, и что существование рыночных цен фиксирует отношение между единицей, с одной стороны, и всеми видами богатств,—с другой.

Далее мы могли показать, что операции торговцев долгами, или банкиров, приводят к установлению всеобщего средства платежа, не имеющего никакого существенного отличия от известных нам банковских кредитов, за исключением только того, что они обладают превращаемостью в деньги. Банковские кредиты, будучи обязательствами, выражаются в счетных деньгах.

Мы потом нашли, что эта явно искусственная система содержит в себе принцип постоянства, посредством которого она может быть под-¹

¹ Ом. гл. XVIII.

держима в равновесии. Так как всякое богатство во всякий момент измеримо в денежной единице, на которой основывались до этого все сделки, то суммы, которые покупатели готовы предложить, будут регулироваться ценностью этой единицы. Уровень цен не может беспричинно и безгранично изменяться.

Но в конце концов оказывается, что это равновесие является неустойчивым. Каждое отклонение от состояния равновесия получает тенденцию развития в сторону еще большего отклонения.

Далее, наша гипотеза позволяет показать, что существует различие между долгом и обязательством уплатить. Долг в основном есть обязательство передать не деньги, но богатство. Только путем купли и продажи какого-либо богатства может должник получить кредит, чтобы погасить свой долг. По закону, пользование деньгами облегчает должнику возможность заключать сделку. С экономической точки зрения однако требования кредитора не будут удовлетворены полностью, пока он не з а т р а т и т денег. Он должен пойти на рынок и взять оттуда столько богатства, сколько представляет покупательная сила, которую он получил. Если вместо получения денег от должника кредитор передает свое право на долг кому-нибудь другому в обмен на соответственное количество богатства, то он придет более коротким путем к тому же самому концу. Но при отсутствии денег существуют различные трудности в заключении сделок. Ценность долга зависит от состоятельности должника. Кредит обыкновенного должника недостаточно хорош или во всяком случае недостаточно хорошо известен для его долгов, необеспеченных залогами или гарантиями, чтобы быть пригодным средством платежа. Только по этой причине было бы необходимо пользование банковскими кредитами. Но даже 'банки не являются всегда бесспорно состоятельными, и обмен кредита одного банка на кредит другого еще не свидетельствует о реализации кредитной сделки. Необходимость средства платежа, о котором по закону нельзя спорить, является очевидной.

Теперь мы видим, какую роль играют деньги. Во-первых, они являются средством для законного погашения долгов¹, во-вторых, доставляя мерило ценности, деньги являются коррективом к неустойчивости кредита. Мы начали с указания, что деньги есть орудие обмена. Это достаточно верно; если товары продаются за деньги и деньги отдаются при покупке товаров, то первые товары косвенно обмениваются на последние, причем деньги являются о р у д и е м обмена. Но по закону деньги являются средством погашения долгов, и это в действительности является более общим определением- Деньги используются как орудие обмена л и т ь потому, что покупка создает долг, а деньги составляют средство уплаты долга. Когда платеж за купленные товары производится наличными деньгами, это означает просто, что долг погашается немедленно. Покупка за деньги

¹ Деньги могут быть признаны средством погашения долга на основании обычая, но не требования закона, при условии, что суды также признают это.

всеца может быть разложена на образование и погашение долга. Погашение долга деньгами не всегда может быть отождествлено с совершением покупки или обмена.

Кредит и деньги—оба в равной мере являются орудием обмена. О кредите часто говорят, что он может быть субституту денег. Было бы точно так же верно оказать, что деньги являются субституту кредита, так как законное средство погашения долгов есть сибетитут — поскольку дело касается кредитора — самого долга.

Вторая функция денег — то, что они являются мерилу ценности, естественно вытекает из первой. Деньги должны быть измеряемы, подобно долгам, в счетных деньгах. Ценность долга, немедленно уплачиваемого, необходимо должна быть равна ценности средств, при помощи которых этот долг по закону может быть уплачен. Поэтому проблема стабильности кредита идентична с проблемой стабильности ценности денег. Мы впоследствии найдем, что тенденции кредита к постоянной экспансии находятся в постоянном конфликте с сохранением постоянного мерилу ценности и значительная часть нашей работы связана с проблемой, как наилучшим образом разрешить этот конфликт.

ГЛАВА II МЕТАЛЛИЧЕСКИЕ ДЕНЬГИ

Мы подошли к следующему определению денег: это есть установленное¹ законом (или обычаем) средство погашения долгов. Из этого определения вытекают обе функции, посредством которых мы пытались определить деньги вначале, т. е. функции орудия обмена и мерилу ценности.

Согласно классической теории деньги, как мы видели, есть избранный т.ов ар. Закон или обычай устанавливают, что долги могут быть уплачиваемы в золоте, в серебре или же в любом из этих металлов. Золото и серебро являются сырьем для некоторых отраслей промышленности и имеют ценность, как таковое, и в качестве такой ценности они представляют собою самостоятельное мерило для определения величины долгов. Обязательство банкира, будет ли оно облечено в форму банковского кредита или форму банкноты, становится обязательством уплатить деньги. Подобное обязательство может употребляться как средство платежа; должник, который имеет банковский кредит, может уплатить свой долг путем передачи этого кредита своему кредитору. Но банковский кредит, не будучи законным средством погашения долгов, должен быть легко обращаем в деньги по требованию. Обязательство банкира должно быть оплачиваемо деньгами.

Если золото Признано как законное средство платежа, оно должно быть выпущено на рынок в такой форме, в которой его количество может

быть легко, точно и верно установлено. Это достигается чеканкой. Чеканкой золото разделяется на мелкие части, удобные для держания в руках, и путем тисненной надписи, удостоверяется, что каждая такая часть имеет предписанный вес и пробу. При системе свободной чеканки каждый владелец золота может принести его правительству для такого разделения и засвидетельствования, и это последнее должно делаться или совершенно бесплатно, или за ничтожную сравнительно с ценностью золота плату. Если эта система действительно проводится, если все монеты, вес которых, вследствие изнашивания, заметно понижается, быстро извлекаются из обращения, если не существует никаких препятствий для расплавки монет и использования их не для обращения, тогда ценность монеты и ценность слитка не могут заметно расходиться, так как первая может быть превращена в другой с ничтожными затратами. Тогда золото как товар может быть действительно мерилom ценности.

Дена золота, т. е. его ценность в значениях счетных денег, является постоянной. Эта постоянная цена, измеряемая ценностью монеты, в которую может быть превращено данное количество золота, называется чеканной ценой золота. Согласно английским монетным законам 623 соверена должны весить 160 унций, а чеканная цена золота составляет 3 фун. стерл. 17 шилл. Ю^{1/4} пенсов за унцию пробы 11/12.

Всякое отступление от этой системы рассматривается классической теорией как извращение. Природу, степень и причины таких отступлений мы рассмотрим позднее. В настоящей главе мы предполагаем, что система свободной чеканки действительно и точно поддерживается. В следующей главе мы обратимся к рассмотрению систем, при которых ортодоксальная теория свободной чеканки игнорируется.

Наиболее важные положения классической теории заключаются в том, что ценность денежной единицы определяется ценностью металла при использовании его для других целей, а не для чеканки¹ и что предложение денег, будучи зависимо от предложения металла, не может произвольно увеличиться.

При соединении золотой чеканки с кредитной системой, необходимо рассмотреть, где начинается одна и кончается другая. Платеж деньгами является законным погашением долга, тогда как платеж кредитом не является таковым, в силу чего деньги будут употребляться предпочтительно перед кредитом, если не будет некоторых преимуществ в пользовании кредитом. Для крупных платежей высшее удобство кредита очевидно, так как освобождает от труда по пересчету, хранению, установлению доброкачественности монет и от издержек и риска по перевозке и хранению. Более того, привилегии банковских клиентов весьма ценны для зажиточных людей и особенно для торговцев. Само собою разумеется, что все эти преимущества предполагают состоятельность банкира, но

¹ При этом он является настоящим средством сохранения (см. гл. XII).

мы можем утверждать, что риск банкротства крупного и хорошо организованного банка если не абсолютно ничтожен, то во всяком случае очень мал сравнительно с риском потерять деньги в том случае, если они, вместо того, чтобы быть депонированными в банке, хранятся в помещении торговца, на которого падает риск быть обокраденным.

При малых платежах преимущества кредита не так значительны. Платеж чеком, освобождающий при крупных суммах от затруднений, при мелких суммах, напротив, создает дополнительные трудности. Если небольшие платежи совершаются только кредитом, они должны совершаться банкнотами. Но банкноты имеют очень небольшие преимущества перед монетами. Подобно монетам, они могут быть потеряны; подобно монетам, они требуют счета, и иногда для них требуется размен. И в то время, как мелкие банкноты оказываются не имеющими никакого преимущества перед монетами, представляя сравнительно с ними (по закону) меньшую степень возможности погашения долгов, они особо неудобны в том отношении, что могут циркулировать между неосведомленными людьми, которые не могут судить о кредите банка, выпустившего эти банкноты, и которые могут быть охвачены неосновательным, хотя и широкораспространенным недоверием. Простой факт, что существуют люди, не желающие принимать банкноты частных банков, должен быть совершенно достаточной причиной для каждого требовать монету в обмен за банкноты. Даже те, которые сами считают банк совершенно состоятельным, не пожелают облекать свою покупательную силу в форму, которая не была бы приемлема для каждого. Мелкие банкноты — например, на сумму, меньшую, чем распространенная недельная заработная плата рабочих — создали бы вероятно скорее затруднения, чем источник прибыли для эмитирующего банка, и соответственно они имели бы тенденцию выпадать из оборота, за исключением тех случаев, когда имелись бы какие-либо особые причины предпочитать их.¹

Следовательно, линия, разграничивающая деньги и кредит, совпадает с линией, отделяющей крупные сделки от мелких. Недельная заработная плата рабочих или низко оплачиваемых служащих выплачивается целиком деньгами. Относительно высокооплачиваемые служащие получают свое жалование кредитом. Крупные сделки между деловыми людьми несомненно проводятся путем кредита, и их прибыли также собираются в форме кредита. Но даже человеку, получающему свои доходы в форме кредита, приходится пользоваться деньгами для мелких розничных платежей, железнодорожных поездок и т. д. Отсюда легко видеть, какие модификации должны быть введены в картину, данную в предыдущей главе о недельных сделках на кредитном базисе, для того что бы подойти к ознакомлению с деньгами.

Фабрикант, получивший кредит от своего банкира для выполнения данного ему торговцем заказа, будет еженедельно снимать с этого кре-

¹ Это не приложимо к тем банкнотам, которые являются законным платежным средством, ибо последние суть деньги. (См. гл. III).

дата некоторые суммы наличных денег для уплаты заработной платы. Получатели этих денег будут тратить их в течение недели на свои ежедневные расходы, и таким образом эти деньги попадут в руки розничных торговцев, сборщиков арендной платы, трамвайных компаний и т. д., которые внесут эти деньги обратно в банки. В то же самое время фабриканты, купцы, чиновники и другие люди, достаточно крупные доходы которых позволяют им иметь банковские счета, все же будут нуждаться в том, чтобы держать часть своей действительной покупательной силы в кошельке в виде монет. Удерживаемые таким образом суммы, предназначенные только для мелких расходов, будут очень малы сравнительно с общей суммой доходов этих лиц, но все эти лица в течение недели тратят некоторую сушу своих доходов, а поэтому должны брать из банка суммы, равные в среднем тем, которые они тратят. Торговцы, которые стоят между розничниками и фабрикантами, заняты крупными сделками, для которых кредит наиболее приспособлен.

Употребление денег не лишает основания нормальный процесс создания кредита. Деньги, как известно, всегда вносятся в банки розничными торговцами и другими людьми, которые получают их в процессе своих операций, и они получают банковские кредиты в обмен за депонированные в банке деньги. Но для фабрикантов и других лиц, которые должны уплачивать деньги, вредит все еще создается обменом обязательств: немедленное обязательство банкира выдается клиенту в обмен на обязательство последнего уплатить в будущем. В дальнейшем мы опишем эту двойную операцию, как создание кредита. Посредством этих операций банкир из ничего создает средства платежа, тогда как, получая мешок от своего клиента, он только заменяет одно средство платежа, банковский кредит, — другим — равной суммой наличных денег.

Исследуем теперь результаты нарушения кредитного механизма с модификациями, внесенными употреблением денег. Рассмотрим результаты увеличения выдаваемого кредита. Положим, что в какую-нибудь неделю фабрикантам даны несколько большие, чем обычно, заказы и что фабриканты получили соответственно большие кредиты от банков. Эти большие кредиты требуются для возросшего выпуска товаров и направляются на платежи заработной платы, возросшие вследствие увеличения числа занятых рабочих рук и, быть может, вследствие работы в сверхурочное время. Из банков извлекается большая, чем обычно, суша наличных денег, и прибавляется она в запасу наличных денег, находящемся на руках у рабочих. Часть — но вероятно не все — этих возросших получек наличными будет истрачена и придет таким образом обратно в банки через розничных торговцев. Таким образом произойдет увеличение массы покупок рабочего класса, которое приведет в дальнейшем заказам, даваемым фабрикантам. Ускорившиеся продажи будут означать возросшие прибыли розничных и оптовых торговцев, а возросший выпуск товаров будет означать возросшие прибыли фабрикантов; как только эти возросшие прибыли будут реализованы, они увеличат покупки ноль-

зующихся кредитом классов. Возрастание этих покупок, так же, как и возрастание покупок лицами, получающими заработную плату, быстро отразится на дальнейших заказах для пополнения запасов товаров.

Нам надлежит рассмотреть следующий важный вопрос: каков будет результат влияния указанных обстоятельств на распределение монет, так как пользование монетами является новым фактором в этой проблеме. Запас монет складывается из количества их, находящегося на руках банкиров и на руках у населения. Запас у населения состоит из количества их, находящегося на руках у лиц, получающих заработную плату, и других, не имеющих банковских счетов, и из карманных денег тех, кто такие счета имеет. Карманные деньги даже очень богатых людей могут быть совсем небольшой суммой. Число лиц, имеющих банковские счета, очень мало сравнительно с числом тех, кто таких счетов не имеет. Общая сумма монет, которую первая группа, взятая в совокупности, употребляет как карманные деньги, по всей вероятности не велика сравнительно с наличными деньгами, которые представляют все текущие средства более многочисленного рабочего класса. Далее, карманные деньги зажиточных людей, вероятно колеблются меньше; они едва ли составляют большую сумму во время расцвета, чем во время упадка. Рабочие, напротив, вынуждены время от времени растягивать свои наличные средства на тяжелые времена, и для них тяжело заделывать щели в своих ресурсах. Но когда приходят хорошие времена и рабочий люд получает регулярную работу со сверхурочным заработком и быстрое повышение размеров заработной платы, он может восстановить свои денежные запасы до размеров, требуемых благоразумием. Несомненно, бережливые люди вложат свои сбережения в сберегательные кассы или другие учреждения, которые будут держать их в сохранности и платить за них (проценты. Однако они должны осмотреться сначала, чтобы иметь немного денег дома, и даже, когда их имеется достаточно и все дальнейшие сбережения идут в сберегательную кассу, рабочий не будет вносить каждую полукрону, как только он получит ее; если он вообще сберегает, он будет обычно иметь дача некоторое количество денег, ожидающих помещения в сберегательные кассы. Следовательно, когда рабочие имеют работу и заработная плата высока, некоторое количество денег, уплачиваемых еженедельно рабочим, не возвращается в банки на следующей неделе; тогда происходит то, что называют отвлечением денег для * внутреннего обращения». Эта утечка денег имеет большое значение для теории денежного обращения». Запас денег на руках у банкиров ограничен. Когда он истощается, банкиры будут не в состоянии погашать свои обязательства, доставлять деньги по требованию, как бы состоятельны они не были. Если Они хотят избежать этой невыгоды, они должны предпринять шаги к приостановке утечки монет.

Отлив монет является только одним из многих эффектов кредитной экспансии. Из чистой суммы вновь отпущенного за неделю кредита, т. е. из суммы превышения новых кредитов над погашением существующих,

часть попадет в руки обеспеченных потребителей и будет потрачена ими в форме кредита, без превращения в каком бы то ни было периоде в монеты. Только часть этой суммы будет уплачена монетами получателям заработной платы, но в свою очередь большая доля этой части придет назад к розничным торговцам, в обмен за купленные товары. Вначале следовательно отлив монет в обращение будет едва заметен. Важным эффектом расширяющегося кредита в этот период являются дополнительные закупки для потребления как пользующихся кредитом, так и пользующихся монетами классов. Только когда это увеличение продажи товаров отразится в значительной степени на отпуске и ценах, тогда действительный рыночный эффект сделается чувствительным для заработков рабочего класса и следовательно для способности рабочего класса поглощать монету. Хотя регулярность работы и применение сверхурочной работы увеличивает заработки в значительной степени, но только после значительного промежутка времени благосостояние фабриканта отразится на увеличении уровня заработной платы. Вследствие этого только очень постепенно банкиры смогут заметить, что рост кредита является угрожающим их монетным запасам. Ко времени, когда отлив монеты станет заметным, кредиты будут уже увеличены до такой степени, что значительный отлив будет продолжаться даже и без дальнейшего расширения кредита. Не только заработная плата все еще остается ниже уровня, который мог бы быть обусловлен размерами прибыли, но получатели заработной платы все еще продолжают добавлять излишек своих еженедельных получек к своим небольшим запасам, и наличные деньги у них на руках составляют меньше той суммы, которая могла бы состояться даже без всякого увеличения заработной платы. Но, если бы банкиры были одарены некоторым предвидением, чем не всегда практические люди обладают, то, очутившись па этой стадии, они должны были бы предпринять всяческие меры к защите своего положения.

Опасность происходит от ненадлежащего увеличения кредитов; средство может быть найдено только в сокращении кредитов. Предоставление кредита зависит исключительно от банкира. Он не обязан по закону ссужать заемщика. Но простой отказ одолжить деньги торговцу, который действительно нуждается в ссудах для своих обычных операций, может иметь гибельные последствия. Если часть банкиров придерживается этой линии поведения, результатом будет просто увеличение затруднений для остальных. Если же будет иметь место общий отказ в ссудах, то произойдет всеобщее расстройство дел. Торговцы, которые имели намерение купить, брут не в состоянии выполнить своих договоров. Те, которые надеялись им продать, в свою очередь оказываются без средств, на которые они рассчитывали, и свои затруднения не могут ликвидировать путем займов. В результате совершенно состоятельный предприниматель будет не в состоянии выполнить свои обязательства.

Абсолютный отказ в ссудах редок; чаще бывает, что банкиры начинают сокращать кредиты. Они могут предъявить суровые требования к

предлагаемым обеспечениям; они могут сократить максимальный срок, на который они соглашаются выдавать ссуды; они могут различать условия в зависимости от цели, для которой заемщик желает получить ссуду. Банкир хорошо знает дела своих клиентов и может часто практически налагать veto на рискованные и ненужные предприятия или может, по крайней мере, оказать большое воздействие осторожными советами.

Известно, что главным орудием банкиров в деле регулирования кредитов является процентная ставка. Когда имеется недостаток товаров, цены начинают расти, и в результате уменьшающегося предложения товары попадают к тем, кто даст за них более высокую цену. Ценою, уплачиваемой за ссуды, является процент по ним. Если спрос на ссуды превышает предложение, то рынок может быть приведен в равновесие повышением процентной ставки.

Иногда в качестве возражения против этого выдвигают, что процент по ссудам составляет такую незначительную статью в счете убытков и прибылей коммерсанта, что рост учетной ставки должен иметь только весьма относительное значение и что требуется какое-нибудь более сильно действующее средство, особенно в период высоких прибылей. Высокие прибыли должны быть конечно приняты в расчет при решении вопроса о размерах повышения учетной ставки. Причиной высоких прибылей являются повышающиеся цены, и рост ценности товарных запасов происходит даже тогда, когда они находятся на руках у торговцев. Но если учетная ставка повышается достаточно, чтобы поглотить сверхприбыль, извлекаемую благодаря этой причине, то нет оснований, почему бы это повышение учетной ставки не могло быстро, почти немедленно, отразиться на востребовании новых кредитов. Можно допустить, что фабриканты, хотя они и не относятся совершенно безразлично к размеру учетной ставки, могут рассматривать проценты по ссудам как небольшую величину сравнительно с их другими издержками. Фабрикант особенно озабочен тем, чтобы полностью использовать свои машины и рабочих. Он получает заказы от оптового торговца и не думает отказываться от их приема потому, что для их исполнения он должен платить 7% годовых за занятые деньги (быть может, только за несколько недель) вместо 4%. Но сам оптовый торговец может быть напуган высоким процентом. Он занимает деньги, чтобы держать запасы товаров в течение их перехода от фабриканта к розничному торговцу. Прибыль оптового торговца складывается из разницы между ценой, по которой он покупает, и той ценой, по которой он продает, за вычетом из его валовой прибыли расходов по страхованию, уплате ренты, заработной платы и т. д.; эта прибыль является очень малой сравнительно с общей стоимостью товаров. Следовательно, вычет из этой прибыли на уплату процентов не может являться незначительным. Для фабриканта стоимость готового продукта может например втрое превышать стоимость сырых материалов. Действительные издержки производства могут составлять, быть может, три четверти от двух третей, на которые возросла стоимость продукта за время производства, т. е.

половину конечной стоимости. Прибавка в 1% или 2% к этой половине составляет почти ничтожную величину. Торговец, напротив, покупает и продает чрезвычайно много товаров в отношении в своему капиталу, но надбавка в тому за сколько он покупает, не является столь же крупной добавочной стоимостью, представляющей издержки производства, а составляет относительно малую добавочную стоимость, являющуюся прибылью пооредника-торговца. Эта прибыль может составить, положим, 10% от стоимости товаров, которые содержались на складе в течение, положим, шести или более месяцев. Та часть товаров, которая держится на занятые деньги, должна быть вдобавок к прочим расходам оплачена процентом, и неожиданный скачок полугодовой ставки с 2% до 3% достаточен, чтобы заставить торговца воздержаться от заказов на новые поставки товаров. Но как мы уже видели, именно торговцу принадлежит инициатива в расширении производства. Если он может быть склонен к задержке дачи новых заказов, то хотя его опрос на займы был бы неизменен в течение времени, пока данные им заказы не были бы выполнены, все же опрос на займы со стороны фабрикантов уменьшился бы немедленно. Торговец может выдержать очень значительное уменьшение его нормальных запасов товаров без того, чтобы испытывать какие-либо серьезные неудобства, и всякое уменьшение ценности его запасов будет уменьшать на соответствующую сумму его задолженность банкиру. Период, в течение которого торговец будет держать товары непроданными, прямо пропорционален количеству этих товаров; расход на уплату процентов пропорционален этому периоду; но за исключением изменения рыночных цен, прибыль от оборота товаров не зависит от периода пребывания товаров на складе. Рост процентной ставки является таким образом прямой побудительной причиной для торговца к сокращению запасов и к задержке в даче новых заказов. А если торговец так чувствителен к процентной ставке, то, следовательно, и весь кредитный механизм в целом, в котором торговец играет столь значительную роль, будет также чувствителен к процентной ставке. Но, как уже было упомянуто, рост ставки процента должен быть достаточен, чтобы поглотить эффект роста цен. Если цены растут, пока торговец держит свои товарные запасы, то сумма этого прироста цен прибавляется к его прибыли от оборота. Если при неизменных ценах его прибыль составила бы 10%, то при 5% роста цен его прибыль повысится до 15%. Когда торговцы ожидают повышения цен, они стараются увеличить свои запасы, чтобы добиться увеличения своей прибыли; делая так, они увеличивают немедленный спрос и стремятся приблизить время ожидаемого роста цен; эта тенденция к увеличению запасов прекращается, когда рост цен пойдет настолько далеко, что отнимает надежду на исключительные барыши. В расчетах торговца, стоит ли ему идти на увеличение своих запасов, одним из факторов, принимаемых во внимание, является уплата процентов за добавочные деньги, которые должны быть заняты на время, в течение которого торговец должен держать товары. Рост процентной ставки будет весьма существенно

влиять на калькуляцию торговца. Когда он покупает товары в надежде на повышение цен, то он не только должен держать свои запасы более продолжительное время, чем обычно, — а потому и платить больше процентов по данной ставке, — но, в то время как выигрыш в цене более или менее спекулятивен, излишние расходы по уплате процентов являются определенными.

Торговец ценными бумагами реагирует на рост процентной ставки в значительной мере таким же образом, как и торговец товарами. Более того, он даже чувствительнее к нему. Он покупает ценные бумаги, чтобы продать с ограниченной и неопределенной выгодой; его расчет заключается в небольших и колеблющихся процентах, среди которых даже незначительный добавочный расход на уплату процентов может быть вполне серьезным фактором.

Когда банкиры, встревоженные отливом их наличности в обращение, повышают процентную ставку, их целью является довести ее до критического пункта, на котором она была бы достаточной, чтобы сдерживать предприимчивость торговцев ценными бумагами и товарами. Если они смогут достичь этой точки, то поток новых требований как на предметы основного капитала, так и на потребительские товары будет приостановлен. И в той же пропорции, в какой понизится производство, понизятся так же и доходы, получаемые от производства. Тесная зависимость между суммой вновь создаваемого кредита и спросом на товары, которая является причиной неустойчивости кредита, таким образом, будет установлена. Но на практике чрезвычайно трудно для банкира как правильно выбрать момент для начала действия, так и быть уверенным — после того как эти действия уже предприняты, — в том, что они действуют успешно.

Способом, к которому банки прибегают почти неизменно, является стремление к сохранению некоторой постоянной пропорции между их кассовыми резервами и обязательствами. Если предоставлено слишком много кредита, то резервы некоторых или всех банков упадут ниже этой постоянной пропорции (которая отнюдь не должна быть орнаковой для всех заинтересованных банков). Каждый из банков, с которым это случится, немедленно предпримет шаги к сокращению своих кредитов и к восстановлению своих резервов на уровне обусловленной пропорции путем взимания более высокой процентной ставки, а благодаря этому рыночная процентная ставка также повысится. Если повышение ставки будет недостаточно, то показателем этого будет возобновившееся падение кассовых резервов.

С первого взгляда могло бы показаться, что этот метод действия должен абсолютно защищать банковскую систему против опасности чрезмерного кредитования. Но этот метод имеет и свои слабые места. Истинная причина чрезмерного спроса на вредит находится в исчерпании торговых запасов, в благосостоянии, которое позволило потребителям исчерпать эти запасы своими покупками и которое своим происхождением обязано новым заказам, данным для их пополнения. Но производительные силы

общества ограничены, и, как только их использование приближается к максимуму, дальнейшие заказы будут выполняться все с большей и большей задержкой в поставках. Займы фабрикантов пропорциональны действительно производимой работе, а не сумме заказов, ожидающих исполнения, а потому может существовать крупный скрытый спрос на кредит, о котором банкиры ничего не знают. Балансы банкиров только покажут действительно отпущенные кредиты, а так как задолженность торговцев пропорциональна их запасам, которые исчерпаны и не могут быть немедленно пополнены, тогда как задолженность фабрикантов рассчитана на действительно производимую работу, пропорция обязательств к кассовым резервам может вовсе не быть чрезмерной, хотя конечно в обоих случаях кредиты должны расширяться благодаря высоким ценам.

Чем больше будет заказов на руках у фабрикантов, тем больше будут заработки их рабочих и тем большими будут требования на более высокую заработную плату. Вследствие этого, пока скопление заказов продолжается, отлив наличных денег также будет продолжаться, и он будет точно так же опасен для банковских резервов, несмотря на то, что сумма предоставленных кредитов вовсе не так значительна. Это положение опасно в двух отношениях: во-первых, благодаря видимой умеренности суммы отпущенных кредитов, банкиры могут считать себя в безопасности в то время, когда они должны предпринимать быстрые действия; а во-вторых, если даже они и предприняли эти действия, эффект не будет таким быстрым, как они ожидают. Они могла бы предотвратить главную опасность положения только тогда, если бы они действительно приостановили поток новых заказов торговцев фабрикантам, и, несмотря на это, спрос на новые кредиты и отлив денег в обращение мог бы оставаться не уменьшенным. Последствием этого может быть состояние паники среди банкиров, которые, не зная причин видимой недействительности принятых ими мер, теряют надежду спастись от краха, безрассудно отказывают в кредите, требуют погашения существующих займов, несмотря на затруднения у должников, и вызывает тем самым ряд банкротств среди своих клиентов и среди банкиров.

Действительное положение таково, что не существует золотого правила, которое бы позволяло держать в пределах умеренности напряжение кредита. Если банкиры держат крупные резервы и предпринимают преждевременные шаги к их охране, не только когда отношение резервов к обязательствам падает ниже их обусловленного лимита, но как скоро торговля становится подозрительно выгодной, и если они решатся избежать панических мероприятий, даже когда их резервы кажутся готовыми совершенно растаять, они одинаково только контролируют положение. Но банкиры суть люди, и абсолютная безопасность кажется недостижимой до тех пор, пока законное средство платежа есть нечто такое, предложение чего ограничено, или почти ограничено, и не может быть увеличено по желанию при разгаре кризиса. Сохранение в кредитной системе устойчивого мерила ценности является весьма двусмысленным усовершенствован-

ванием, если при этом инфляция кредита вместо обесценения единицы ценности порождает панику и длинный ряд банкротств.

Может быть высказано возражение, что опасность кризиса происходит только из предполагаемого абсолютного ограничения предложения золота и то, хотя и новое предложение золота, получаемое в короткий срок из рудников, по сравнению с уже существующими запасами, совершенно ничтожно, оно может быть подучено из крупных запасов заграничных стран. В такой степени иностранные запасы могут быть привлечены, является весьма важным вопросом, к исследованию которого мы в скором времени перейдем. Но прежде мы должны обратиться к другому средству, благодаря которому возможно восполнить недостаток в снабжении деньгами.

ГЛАВА III

БУМАЖНЫЕ ДЕНЬГИ И КОЛИЧЕСТВЕННАЯ ТЕОРИЯ

В главе I было показано, что кредит в форме обязательств банкиров мог бы снабжать общество орудиями платежа, но не устойчивым мерилom: ценности. В главе второй мы показали, что пользование товаром, например, золотом, как мерилom ценности, приводит к постановке нового ряда проблем. Истинная практика банкиров состоит в непрерывном предоставлении кредита своим клиентам по высшей процентной ставке, которую они могут взимать, не сдерживая стремления к заключению займов. Но до тех пор, пока учетная ставка не является препятствием, т. е. пока она не превышает вероятного размера прибыли, получаемой от использования занятых сумм, будет иметь место свойственная части коммерсантов тенденция занимать больше и больше, а у банкиров — тенденция одалживать больше и больше. Эта тенденция проявляется так же свободно, как если бы стабилизирующего влияния золотой валюты не существовало, до тех пор, пока спрос на наличные деньги для обращения не явится причиной действительного сокращения золотых резервов банков. И даже когда это случается, золотая валюта не излечивает положения автоматически: она действует только как предупреждение банкирам, которые должны предпринять некоторые решительные действия к сокращению кредитов. Если они упустят сделать это или если предпринятые ими меры не окажут влияния, они скоро подойдут к тому, что найдут свои кладовые совершенно опустошенными.

В подобном случае, что может явиться средством помощи? То, что в этом случае требуется,—это некоторое средство, снабжение которым может возрастать, в случае нужды, произвольно. Таким средством являются бумажные деньги.

Законом устанавливается, что бумажные документы — отпечатан-

ные подобно банкнотам, чтобы противостоять ловкости подделывателей—должны быть законным платежным средством для погашения долгов.

Бумажные деньги напоминают баше ноты своею внешностью и тем, что являются лишенным' внутренней ценности орудием платежа, которое переходит из рук в руки без всяких формальностей. Тем не менее, банкноты и бумажные деньги должны быть ясно различаемы. В принципе разница между ними совершенно ясна. Банкнота есть доказательство кредита у банкиров. Ее ценность проистекает единственно из обязательства банкира, документом которого, так сказать, она является. Если банкир несостоятелен, банкнота утрачивает свою номинальную ценность; если она не имела специального обеспечения, она будет только давать право держателю получить часть средств банкира, наряду с другими кредиторами. Бумажные деньги, напротив, получают свою ценность вследствие того, что они являются законным платежным средством. Должники имеют право платить бумажными деньгами, а кредитор обязан принимать их. Если закон не будет признан недействительным, что иногда случается, бумажные деньги никогда не могут перестать циркулировать по паритету. Но это означает паритет со с ч е т н ы м и д е н ь г а м и , а не с каким-либо физическим мериллом ценности, например, золотом или серебром.

Таким образом банкноты п р е д с т а в л я ю т собой кредит; билеты же, объявленные законным платежным средством, сами по себе являются деньгами. Однако, при пользовании ими, эта разница между банкнотами и бумажными деньгами становится неопределенной. В то время, как существует множество примеров (как напр., британские currency notes) бесспорно бумажных денег, существует много других случаев, когда билетам, выпускаемым в качестве свидетельств банковского кредита, придавалось свойство законного платежного средства. Что в этом случае выступает как действительно законное орудие платежа, документ или кредит, который этим документом представлен? Кредит и документ так неразрывно связаны, что часто на этот вопрос нельзя ответить. Билеты Английского банка являются законным платежным средством во всех платежах выше 5 фунтов стерлингов. До перехода к золотому стандарту в 1925 г. они были таковыми до тех пор, пока Банк по требованию разменивал свои банкноты на законную монету. Здесь кажется ясным, что законным платежным средством является обязательство Банка уплатить. Однако то же самое обязательство, но представленное не документом до востребования, а депозитом, не является законным платежным средством.

Но если банк, имеющий право выпускать билеты, являющиеся законным платежным средством, получить право приостановить платежи звонкой монетой, то останутся ли законным платежным средством обязательства банка или таковыми будет бумага?

Для практических целей нет необходимости разрешать все эти

затруднения, которые в значительной мере являются содержанием юридических определений. Между билетами, являющимися законным платежным средством, и билетами, не являющимися таковыми, существует важное различие. Если передача документа обеспечивает окончательную уплату долга, то вопрос, самому ли документу или представляемому им кредиту принадлежит сила погашать долги, может быть оставлен без ответа¹.

Бумажные деньги обычно употребляются как дополнение в металлической валюте. Будут ли они разменны по требованию на валютный металл, или они будут циркулировать наряду с золотыми и серебряными деньгами и по выбору должника, наравне с монетами, могут быть приемлемы для погашения долгов,— и бумажные деньги и монеты будут иметь одну и ту же ценность в значениях счетных денег.

Но иногда случается, что в обращении оказывается так много неразменных бумажных денег, что никакой должник никогда не будет пользоваться монетами для уплаты долгов. В таком случае всякий, кто желает иметь монеты, не может более рассчитывать на получение их путем продажи товаров или ценных бумаг, или путем востребования долгов. Эти способы дали бы только бумажные деньги, в если кто-либо желает иметь монеты, он должен купить их, как товар, и быть может даже заплатить за них некоторый излишек.

Если ценность бумажных денег и монет таким образом разъединены, то как определяется действительная ценность или покупательная сила бумажных денег? Если какому-нибудь товару, например, золоту, присвоена функция мерила, то легко видеть, что ценность денежной единицы должна быть равна ценности золота как товара. Но когда мы имеем только неразменные бумажные деньги, необратимые во что-нибудь, имеющее внутреннюю ценность, то мы не можем дать такого простого ответа на вопрос.

Иногда утверждают, что никакие бумажные деньги не могут получить какой-либо ценности вне возможностей некоторой надежды на их конечную разменность на монету. Действительно, неразменные бумажные деньги часто являются остатком прежде существовавших разменных эмиссий, после того как эмиттующее правительство оказалось не в состоянии поддерживать размен своих билетов. Если эти ставшие неразменными билеты обращаются с некоторым учетом, сравнительно с их номинальной ценностью в монете, то этот учет, как утверждают, оценивает сомнение в кредите правительства, которое во всяком случае нарушило свои обязательства, сделав свои билеты неразменными. Согласно этому взгляду, немедленная разменность бумажных денег по тре-

¹ Иногда случается даже, что билеты, которые перестали быть разменными, продолжают применяться как орудие платежа, не будучи законным платежным средством. Они являются практически бумажными деньгами, но только «обычным платежным средством».

бованию в данном случае заменена — как в случае банка, который приостановил платежи—неопределенной и отсроченной разменностью в некотором будущем, когда это позволит состояние публичных финансов, и население принимает эти билеты в погашение долгов в силу этой неопределенной и отсроченной разменности, но только по ценности, которая допускается этой неопределенной отсрочкой в исполнении. Можно признать одновременно, что будущая разменяемость на монету является иногда фактором в определении ценности бумажных денег, которые временно являются неразменными. Но это не означает, что это объяснение имеет общее значение. Не только имеется много случаев, когда практически не ожидается никакого будущего размена, но даже, если бы эта надежда где-нибудь существовала, она вероятно играла бы гораздо менее важное значение в установлении ценности бумажных денег, чем основное качество их, заключающееся в том, что они являются законным платежным средством. Действительно, существует спрос на орудия платежа как на таковые, и этот спрос сообщает ценность всему, что будет установлено законом или обычаем как орудие платежа, совершенно вне зависимости от какой-либо ценности, которую они могут иметь для всяких иных целей. Само золото получает часть своей ценности от спроса на него, как на орудие платежа.

Если эмиссия бумажных денег получает ценность на рынке вследствие обещания их размена на монеты в будущем и если эта ценность выше, чем ценность их как орудий платежа, то бумажные деньги будут собираться и удерживаться спекулянтами, которые пожелают извлечь прибыль из их разменности, когда придет время. Но это будет исключительный случай совершенно второстепенного значения, сравнительно с общим вопросом определения ценности законных средств платежа. Чтобы ответить на этот вопрос, мы должны покрыть, каким образом определяется ценность денежных знаков, являющихся законным платежным средством, не имеющих внутренней ценности и не подкрепленных разменностью, на что-либо, имеющее эту внутреннюю ценность.

Та же самая проблема возникала перед нами при рассмотрении гипотетического государства, описанного в главе I, которое не имеет денег и пользуется кредитом как единственным орудием обмена. Там единицей ценности было нечто вполне произвольное, простая арифметическая абстракция. То, что требовалось во всех сделках, в которых участвовала единица ценности,—это определит отношение ценностей некоторых товаров, услуг, прав или долгов к некоторому другому товару. Чтобы измерить эту пропорцию, необходимо выразить каждую ценность, числом, но выбор единицы, которая должна быть базисом этих чисел, так же несущественен, как и выбор языка, на котором заключаются торговые сделки. В экономической жизни общества субстанцией являются пропорции, подлежащие измерению, тогда как единица, в которой эти пропорции выражаются, является только формой. Так было бы, если бы вся совокупность экономической структуры общества и все сделки пред-

полагались бы данными; фиксировать числовую меру одной ценности значило бы определить единицу и следовательно фиксировать числовые меры всех.

Одним из количеств, которые измеряются в значениях единицы ценности, является сумма всего отпущенного банковского кредита. Эта сумма, которая при нашей гипотезе полного отсутствия пользования деньгами есть безусловно то же самое, что и сумма неистраченной покупательной силы в обращении, может успешно быть названа «неистраченным запасом» (unspent margin). Эта сумма может пойти или на увеличение обязательств всех банков, или на увеличение кредитов, предоставленных всем их клиентам, как вкладчикам, так и держателям банкнот. Поэтому, чтобы определить общий итог множества долгов, мы должны иметь частные слагаемые или из счетов дебиторов, или из счетов кредиторов. Положим, что единица ценности установлена и числовое выражение неистраченного запаса определено. Обратно, если число единиц ценности в неистраченном запасе установлено, то единица ценности тем самым определена, а определение единицы ценности определяет все другие количества, как например цены товаров и услуг, которые измеряются этой единицей. Таким образом мы видим, что при данных экономических условиях цены товаров прямо пропорциональны числу единиц ценности, содержащемуся в неистраченном запасе покупательной силы.

Действительная ценность единицы таким образом обратно пропорциональна неистраченному запасу. Здесь мы имеем в простейшей форме то, что называют количественной теорией денег.

Предположим теперь, что деньги находятся в употреблении. Теория остается непоколебленной. Неистраченный запас включает не только общий итог банковских кредитов, но также и общий итог денег в обращении (вне банков). Все еще справедливо, что при прочих данных условиях уровень цен пропорционален неистраченному запасу. И если в числе данных экономических условий находится условие пропорциональности кредита деньгам в неистраченном запасе, то равно справедливо, что уровень цен пропорционален количеству денег в обращении. Это есть другая (более старая) формулировка количественной теории, но менее удачная, чем первая, благодаря тому, что она заключает в себе одно большое допущение, а именно, что пропорция кредита к деньгам в неистраченном запасе есть величина данная. -

В случае золотого обращения или бумажноденежного обращения, поддерживаемого на фиксированной золотой ценности, одним из данных экономических условий должно быть то, что ценность золота как денег равна его ценности как товара, и это является достаточным, чтобы определить все другие ценности. В случае бумажноденежного обращения с нефиксированной в золотом или каком-либо другом товарном выражении ценностью, количественная теория показывает, как определяется ценность денежной единицы. Ценность единицы обратно пропорциональна количеству их в обращении.

Теория приравнивает неистраченный запас, который представляет собою общий итог денежных единиц, к власти над богатством, которое люди предпочитают держать в руках в непосредственно удобной форме. Она приравнивает, на самом деле, сумму денежных единиц к сумме богатства и так определяет ценность денежной единицы в значениях богатства. Но общая сумма богатства есть потенциальная, а не действительная величина. Она зависит от человеческой оценки действительной ценности денежной единицы, а их оценки направляются (по большей части) ценами, которые господствуют на рынке.

Но мы должны остерегаться делать большие выводы из количественно! теории, чем она действительно гласит. Она отнюдь не утверждает, что если число единиц ценности в обращении изменяется, то и цены товаров будут изменяться в точной пропорции. Изменение в единице ценности является вероятно причиной множества других изменений (некоторые из них мы исследовали в гл. I, так что экономические условия уже не остаются больше «данными»). Мы не можем также предположить, что цены в два различных периода времени будут точно пропорциональны количествам покупательной силы в обращении (хотя, если экономические условия в обе эпохи будут очень сходны, то это предположение будет близко к истине). Все, что мы утверждаем, заключается в том, что если в экономику включаются только числа, выраженные в значениях единицы ценности, то, поскольку взаимные пропорции этих чисел уже определены экономическими условиями, количество единиц в какой-либо одной должно быть прямо пропорционально количеству в какой-либо другой, и в частности цены товаров должны быть пропорциональны числу единиц ценности, содержащемуся в неистраченном запасе.

Во до тех пор, пока этот принцип ограничен предположением, что все (другие экономические условия даны, он по необходимости остается бесплодным. Поэтому были сделаны попытки найти смягченные формы количественной теории, которые могли бы быть приложены к изменяющимся условиям.

Наиболее известной из этих попыток является, быть может, уравнение обмена проф. Ирвинга Фишера.

Во всякий данный период общее количество платежных средств (неистраченный запас), умноженное на среднее число переходов каждой денежной единицы из рук в руки в деловом обороте, должно необходимо равняться общей ценности всех сделок, в которых участвовали кредит или деньги. Общая ценность сделок может быть рассматриваема как произведение уровня цен на общий объем сделок, при чем под объемом сделок разумеется количество богатства, входящее во все сделки. Измерение объема сделок представляет собой такую же проблему, с которой мы уже имели дело при исследовании индексов уровня цен или действительной ценности денежной единицы. Мы не можем найти единицы богатства, в значениях которой можно было бы вычислить объем сделок, но можем сравнивать объем сделок в один период с таковым же в другой период.

Если мы назовем число переходов денежной единицы или единицы кредита из рук в руки в единицу времени скоростью обращения, мы сможем сказать, что уровень цен изменяется прямо пропорционально неистраченному запасу и скорости обращения и обратно пропорционально объему сделок.

Здесь мы имеем как будто бы формулу, которая принимает во внимание все относящиеся сюда изменения условий и которая свободна от требования, что все другие условия должны быть даны. При исследовании однако оказывается, что и эта формула дефектна.

Одежи, в которых участвуют деньги, включают не только продажу товаров и услуг, которые в совокупности образуют уровень цен, но также и орудия кредита и права на получение денег. Чисто денежное право, как например вексель или закладная, или расписка, продается за деньги, и эта сделка не проливает никакого света на покупательную силу денег; она просто выражает равенство между деньгами в одно время и при одной совокупности условий и деньгами в другое время и при другой совокупности условий.

Проф. Фишер смело хватается за крапиву и ясно включает эти сделки в свою формулу. Он оправдывает это на том основании, что продажа денежных прав, как векселя, закладной или расписки, может быть трактуема как сделка, которая была защищена договорным обязательством от соответствующего изменения уровня цен, приблизительно на таком же основании, как разные вознаграждения и жалованья предохраняются от изменений путем контракта, обычая или закона.

Но эта параллель является неправильной. Разные вознаграждения и жалованья уплачиваются за оказанные услуги: они представляют собою уплату денег за вещи. Покупка денежного права является уплатой денег за деньги. Обе эти статьи в обмене подвержены одинаково влиянию изменений в ценности денег.

Абсурдность включения подобных сделок отчетливо выявляется как только мы подходим в вычислению объема сделок. Как будем мы измерять «объем», в отличие от ценности, по сделкам с векселями или закладными? Предположим, что произошел резкий скачок, скажем на 50%, уровня цен и что не было никаких изменений в объеме благ, финансируемых векселями. Общая ценность векселей возрастет на 50%. Проф. Фишер рассматривал бы это как увеличение объема векселей (зависящее от какого-нибудь такого изменения в цене векселя, которое может произойти от изменений учетной ставки *).

Эти возражения приложимы в равной мере к долгосрочным обязательствам, как например заемным свидетельствам акционерных кампаний, закладным, государственным и муниципальным займам. Эти обязательства представляют собою права на получение денег, и сделки с ними ¹

¹ Если учетный процент повысится от 3 до 4%, цена трехмесячного векселя в 1000 фунт, стерл. упадет с 992 фунт, стерл. 10 шилл. до 990 фунт, стерл.

не отражают изменений в действительной ценности денег. Шеры, напротив, являясь удостоверением права участия в прибылях, извлекаемых из капитальных благ, отображают цены, и если шеры, продаваемые в два различных срока, могли бы быть действительно сравниваемы, они могли бы вполне законно войти в индекс цен.

Проф. Ееммерер и проф. Фишер вычислили, что продажи ценностей на фондовых биржах в Америке составляет 8% всех сделок, и они считают, что остающиеся 92% представляют собою продажи товаров и услуг. Если эта пропорция является правильной, то включение сделок с ценностями—несмотря на источник ошибок, поскольку они входят—не повлияет на результат очень заметно.

Но они повсичему недостаточно принимают во внимание значительные суммы, которые проходят при заключении и уплате займов изо дня в день или па короткие сроки, а также учет, переучет и погашение векселей и срочных обязательств.

Эти возражения могли бы быть избегнуты заменой в формуле скорости обращения, по определению проф. Фишера, тем, что проф. Пигу¹ называет «торговая скорость денег» (*trade-velocity of money*) т. е. годовым числом переходов денежной единицы из рук в руки против товаров и услуг, реализованных в этом году. Понятие сделок было бы ограничено только сделками с этими товарами и услугами.

Но индекс цен, полученный таким образом, был бы все еще неудовлетворительным. Товары были бы взвешены не соответственно произведенным или потребленным количествам, но соответственно количествам, проданным за деньги. Товар, продаваемый на очень оживленном рынке, часто переходящий из рук в руки прежде, чем он окончательно поступит в чье-нибудь распоряжение, был бы взят с более высоким весом, предполагая, что при этих переходах товар всегда оплачивается.¹ С другой стороны, спекулятивные продажи, совершаемые в кредит, погашаемый уплатой небольшого чистого «сальдо», были бы приняты в расчет соответственно величине этого сальдо. Сырье также было бы приято с большим весом сравнительно с фабричными товарами, потому что оно было бы учтено при продаже, как сырье, и еще раз, когда было бы включено в ценность готовых изделий.

Проф. Пигу предложил формулировку количественной теории, которая принимает во внимание всю совокупность обстоятельств в различных направлениях².

Количественная теория рассматривает неистраченный запас как общий итог денежных единиц, как его эквивалент в богатстве. Если мы предположим, что богатство может быть исчислено в единицах, то число этих единиц в неистраченном запасе будет равно числу денежных единиц, * *

¹ «Industrial Fluctuations», с. 152—153.

* См. его статью в «Quarterly Journal of Economics» за ноябрь 1917 г., перепечатанную в его «Studies in Applied Economics».

составляющему этот запас, разделенному на индекс цен, представляющий ценность единицы богатства, выраженную в денежных единицах.

Поэтому, если действительная ценность неистраченного запаса остается неизменной, индекс цен будет изменяться в точной пропорции с неистраченным запасом. А если уровень цен не изменяется в точной пропорции, то это значит, что действительная ценность неистраченного запаса изменяется.

Таким образом предпосылка, что «все остальное остается неизменным», упрощена до значения, что «действительная ценность неистраченного запаса остается неизменной». Такая же в существенных чертах формула была предложена Кейнсом¹. Проф. Пигу изображает действительную ценность неистраченного запаса как долю общего итога ресурсов, которую население держит в ликвидной форме. Кейнс упрощает формулу, отказываясь от ссылки на общий итог ресурсов.

Проф. Пигу претендует, что его формула лучше формулы проф. Фишера, основанной на скорости обращения, тем, что «она сразу ставит нас в связь с волей — последней причиной спроса, скорее, чем с другими явлениями, которые кажутся с первого взгляда случайными, произвольными или менее воздушными»². Это правильно, несомненно, что действительная ценность наличных денег каждого человека имеет реальное значение для него, тогда как скорость обращения не является феноменом, непосредственно познаваемым из личного опыта. Но еще не было случая, чтобы население устанавливало размеры своей кассовой наличности в прямой связи с покупательной силой денег в значениях богатства. Оно не придает значения никаким индексам, выражающим его кассовую наличность в эквивалентном количестве продуктов.

Часто утверждают, что различные варианты количественной теории суть просто различные способы объяснения одной и той же вещи. Но это не так. Они обнимают различные понятия выражения «уровень цен», и их относительные достоинства зависят в значительной степени от различных индексов, которыми они доверчиво пользуются.

Только чисто статическая количественная теория не нуждается в индексах, так как ее сопоставления предполагают, что относительные цены должны быть неизменны *inter se*. Возражения против уравнения обмена проф. Фишера проистекают главным образом из-за погрешностей индекса цен, заключающихся в этой формуле. Формулы проф. Пигу и Кейнса обнимают сравнения действительной ценности неистраченного запаса в различное время. В этих сопоставлениях индекс цен является существеннейшим фактором, но эти формулы оставляют индекс неопределенным.

Кейнс утверждает, что каждый индивид при определении остатка наличных денег должен принимать в расчет стоимость жизни. Но в дей-

¹ «Tract on Monetary Reform», гл. III. Имеется русский перевод.

² «Essays in Applied Economics», с. 178.

ствигедыгости каждый определяет, какой размер неистраченной покупательной силы он будет держать, соображаясь с ожидаемыми получениями и платежами в денежных единицах. Действительная ценность этих единиц не является частью этого вычисления.

ГЛАВА IV

ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ ДОХОД И ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ РАСХОД

Прежде чем мы сможем дать практическое применение количественной теории, мы должны посмотреть, какие именно из экономических условий действительно участвуют в определении ценности денежной единицы.

С точки зрения индивида, существуют три главных цели, ради которых сохраняются резервы покупательной силы.

Во-первых, получение доходов и производство расходов не совпадают во времени. В случае еженедельной заработной платы рабочего доходы и расходы очень близко совпадают, но даже рабочий получает случайные доходы в виде сверхурочного заработка или других исключительных поступков и испытывает иногда перерывы в возможности заработать в виду болезни или безработицы; а время от времени он вынужден производить чрезвычайные расходы на домашний инвентарь, одежду, праздники и т. д. Зажиточный человек получает свои доходы с более длинными и иногда более неправильными интервалами; он может иметь фиксированное жалование и дивиденды, уплачиваемые по кварталам, или он может жить на профессиональные заработки, получаемые в изменяющихся суммах и в изменяющиеся периоды. Каждый стремится иметь добрую часть денег на руках как перед тем, когда предстоит крупная статья расхода, так и после того, когда получена крупная статья дохода.

Во-вторых, каждый старается держать запас денег на руках для обеспечения непредвиденных случайностей. Совершенно невозможно предусмотреть все различные случайности в расходах, которые могут произойти, а потому разумный человек так регулирует свой баланс наличных денег или кредита, чтобы в то время (непосредственно после крупных расходов или перед крупными получениями), когда этот баланс является наименьшим, он все еще имел бы кое-что на руках.

В-третьих, человек, имеющий сбережения, не может непрерывно помещать свои сбережения в мелких суммах. Он накапливает свои остатки, пока он не сможет сберечь некоторой значительной суммы; тогда он помещает все, без чего он может свести свой баланс, и начинает снова сберегать. Процедура одна и та же, как в случае с рабочим, который периодически помещает два или три фунта стерлингов в сберегательную кассу, так и в случае с лицом свободной профессии, который время от времени помещает сотню или две фунтов, или в случае с богатым человеком, чьи сбережения исчисляются в тысячах.

Проблема регулирования баланса несколько отлична в торговой деятельности. В этом случае нормальной практикой являются краткосрочные займы, и это делает возможным более точный расчет баланса, чем у индивидуального потребителя. Баланс наличных денег или кредита является сам по себе источником потерь, так как, за исключением вкладов, он не приносит процентов и даже вклады приносят пониженные проценты. Делая займы для производства больших платежей и направляя большие поступления для уплаты по займам, деловые круги могут понизить эти потери процентов до минимума. Возможность заключать займы делает их также во всякий момент готовыми к непредвиденным случайностям без необходимости непрерывного хранения запаса наличных денег для этой цели.[^]

Что касается распределения неистраченного запаса покупательной силы между наличными деньгами и кредитом, то мы уже видели, что люди, достаточно богатые, чтобы иметь банковский счет, будут держать главную часть своего резерва в кредите и только незначительную сумму карманных денег в виде наличных. Бедный человек держит все свои резервы в виде наличных денег, исключая тот случай, когда он кладет часть их в сберегательную кассу, но вклад в сберегательную кассу скорее является помещением капитала, чем частью неистраченного запаса. В деловом мире балансы хранятся в форме кредита, при чем фабриканты постоянно извлекают из банков крупные суммы наличными для уплаты заработной платы, а розничные торговцы, железнодорожные, трамвайные и омнибусные компании, сборщики арендной платы с рабочих, владельцы театров и другие, чьи получения состоят главным образом из наличных денег, постоянно вносят наличные деньги в банки. Сами банки держат свои кассовые резервы в достаточной пропорции к своим обязательствам, чтобы удовлетворять требования своих клиентов.

Для каждого частного лица соответственный баланс кредита и баланс *в наличных* денег находятся в определенной пропорции к его доходу (конечно, не в одной и той же пропорции для разных лиц или для одного и того же лица, по в разное время). Для каждого предпринимателя соответственный баланс будет также определяться соображениями удобства, но будет скорее пропорционален сумме сделок или обороту, чем чистому доходу предпринимателя. Торговцы, конечно, могут регулировать свой баланс более точно. Соответственно, их баланс будет составлять много меньшую долю их оборота, чем доля баланса частных лиц в отношении к их доходу. Во всех случаях одинаково баланс покупательной силы в запасе устанавливается в соответствии со сделками, которые необходимо финансировать.

Потребность общества в запасах покупательной силы можно рассматривать как источник, образующий спрос на кредит и деньги. Снабжение кредитом производится банками. Снабжение деньгами определяется законом и правительственными распоряжениями по регулированию чеканки и эмиссии бумажных законных платежных средств. Но здесь опять вмешиваются банки, так как только та часть полезного запаса

денег, которая находится на руках у публики, составляет часть неистраченного запаса покупательной силы. Деньги, которые образуют банковские резервы, исключаются из неистраченного запаса, хотя они несомненно составляют часть средств, противопоставляемых банками их кредитам, которые образуют их обязательства^ эти кредиты являются частью неистраченного запаса. Неистраченный запас в действительности равен сумме денег в обращении плюс обязательства банков. Эти обязательства равны ресурсам банка минус его капитал. Сумма кредита повышается и падает в зависимости от средств банков, а эти средства состоят из двух частей: приносящие доход средства, как например ссуды, учет и инвестиции и кассовые резервы. Если кассовые резервы увеличиваются благодаря возврату денег из обращения в банки, или если они уменьшаются, благодаря извлечению денег из банков в обращение, то это не оказывает влияния на неистраченный запас; все, что при этом происходит, так это только то, что некоторое количество наличных денег обращено в кредит или столько-то кредита обращено в наличные деньги. Но если банки увеличивают или уменьшают свои займы и ссуды, то неистраченный запас увеличивается или уменьшается на ту же самую сумму. Банки же начинают превращать наличные деньги в кредит или кредит в наличные деньги по выбору своих клиентов; они сами в этом деле не проявляют инициативы. Выбор клиентами наличных денег или кредита зависит, как мы уже видели, от экономических условий, определяясь полностью соображениями удобства индивида. Публика не может быть произвольно принуждена к увеличению или уменьшению своих запасов наличных денег; она может быть побуждаема в этом только модификациями экономических условий. Если количество денег возрастает или уменьшается, то результатом явится сначала просто увеличение или уменьшение кассовых резервов банков, и банкам остается решать, должны ли они изменить как-либо свои другие средства или свои обязательства до востребования.

Таким образом изменения в неистраченном запасе зависят от деятельности банков по свращению или расширению кредита. Выбрав чисто статическую форму количественной теории, мы должны теперь вскрыть, как определяется действительная ценность денежной единицы при меняющихся условиях.

Мы уже исследовали два частных случая этого общего вопроса. Мы видели в главе I, каким образом ценность денежной единицы может изменяться вне всяких пределов, при условии, что кредит является единственным средством платежа и что деньги не существуют. В отношении золотых денег, ограниченных в количестве, мы видели в главе II, каким образом экспансия кредита может опустошить значительные запасы наличных денег и привести к кризису. Теперь, когда мы ввели в нашу проблему и бумажные деньги, мы можем попытаться разрешить и общий вопрос.

Мы только что показали, что увеличение и уменьшение неистрачен-

наго запаса покупательной силы зависит от банков. Неистраченный запас равен сумме наличных денег в обращении плюс средства банков минус их капитал. Средства банков равны их кассовым резервам плюс сумма их других средств, как займы и инвестиции. Следовательно, неистраченный запас равен сумме всех наличных денег, как находящихся в обращении, так и в банках, плюс чистый остаток приносящих проценты средств банков¹. Предположим теперь, что сумма наличных денег остается неизменной. В этом случае неистраченный запас может возрастать или уменьшаться только путем возрастания или уменьшения чистого остатка приносящих проценты средств банков. Другими словами, тогда должно иметь место ускорение или замедление того процесса, который мы назвали созданием кредита, замены немедленными обязательствами банков будущих обязательств торговцев.

Положим, что такое ускорение или замедление создания кредита происходит. Каково будет действие этого факта? Первое, что нужно сказать об этом, это то, что никто не занимает денег, чтобы держать их бездейственными. Займы совершаются деловыми людьми, которые осмелительно рассчитывают на заем, чтобы в другое время избежать необходимости держать бездейственно большой остаток наличных денег. Из этого следует, что практически все занятые суммы будут немедленно уплачиваться дальше. Некоторые из этих сумм могут быть уплачены одним торговцем другому в обмен за товары, продавец может употребить полученные деньги на погашение существующего долга. Но в этом случае во все не будет в действительности создания нового кредита; это будет просто замена одного долга другим в активах банка. За исключением такой перетасовки долгов, весь вновь создаваемый кредит предназначен для дальнейших уплат в форме прибылей, заработной платы, жалования, процентов, ренты,—в действительности представляющих доходы тех, кто содействовал своими услугами или своею собственностью процессу производства. Таким образом займы заключаются для покрытия издержек производства, а перечисленные выше платежи и образуют эти издержки производства. Итак, мы приходим к заключению, что ускорение или замедление в создании кредита² означает соответственное увеличение или уменьшение доходов населения.

Увеличение или уменьшение доходов населения поведет к увеличению или уменьшению и его расходов. Доход или расход здесь означает безусловно д е н е ж н ы й доход и д е н е ж н ы й расход, т. е. число денежных единиц—как в форме кредита, так и наличными деньгами—получаемых и расходуемых. Р е а л ь н о г о дохода, т. е. действительной власти над богатством в единицу времени, мы не касаемся.

¹ Средства, остающиеся за вычетом капитала.

² Мы говорим здесь конечно о сумме кредита, создаваемого в е д и н и ц у времени.

Только подлинный доход и конечный расход должны быть приняты в расчет; расход на производство или на покупку товаров для последующей продажи должен быть исключен. Доходом является то, что человек может истратить на свои собственные нужды; расходом является то, что он таким образом истратил. В этом смысле доход и расход могут быть удобно названы «потребительским доходом» и «потребительскими тратами», при чем необходимо помнить, что «потребитель» включает и «вкладчика», так как инвестиция есть одна из целей, на которую может быть израсходован доход, ¹

Получения и уплата торговца, который покупает или производит с целью дальнейшей продажи, могут быть названы «оборотом торговца», чтобы отличить их от потребительских доходов и потребительских расходов. Торговец получает свой подлинный доход из прибыли от своих операций, и этот доход фигурирует в общей сумме потребительского дохода.

Во всякий данный момент точная сумма предпринимательского дохода является неизвестной. Он производит или покупает товары по определенной стоимости и продает их по определенной цене. Но, с одной стороны, когда он держит товары на складе или закупает, он не знает, по какой цене он будет в состоянии продать, а с другой стороны, когда он продает, он не знает, по какой цене он сможет купить или произвести. Тем не менее, сумма, которую он извлекает из дела на свои личные расходы, определяется достаточно точно; она устанавливается, по всей вероятности, в соответствии с тем, какой чистый доход он надеется извлечь из дела. Он может предпочесть брать больше или меньше, чем действительный чистый доход. Его исчисление дохода может оказаться ошибочным. Если выбираемая сумма будет меньше, чем истинный доход, то остаток будет представлять добавление к капиталу предприятия; это будет использование части потребительского расхода на инвестирование. Если же, напротив, выбираемая сумма будет больше, чем действительный доход, то недостающая сумма будет представлять отвлечение части капитальных средств на потребление; не будучи расходом дохода, эта сумма не будет и частью потребительского расхода.

Если создание кредита ускоряется или замедляется, то потребительский доход возрастает или уменьшается. Потребительский расход в этом случае также будет возрастать или уменьшаться, но не обязательно на совершенно равную сумму. Разность между потребительским доходом и потребительским расходом и будет представлять собою изменение неистраченного запаса. Если человек тратит меньше, чем он получает, то его остаток кредита или наличных денег будет возрастать в точности на ту же сумму.

Неистраченный запас состоит из двух частей: из остатков средств торговцев и потребительских остатков. Остатки средств торговцев, будучи точно регулируемы, не подвергаются значительному влиянию изменений в величине вновь создаваемого кредита, так как сумма, которая

является заметной в отношении к потребительскому доходу, может быть ничтожна в сравнении с оборотом торговца. Степень, с которой будет влиять изменение величины вновь создаваемого кредита на потребительские остатки неистраченного запаса, будет зависеть от поведения индивидов, обнимаемых термином «потребители!». Человек, доход которого за известный период времени изменился, может произвести совершенно равное изменение своего расхода или может вообще не производить никакого изменения. В первом случае его остатки неистраченного запаса не дадут никаких изменений, в последнем случае все изменение в его доходе отразится на остатке неистраченного запаса. Практически линия поведения этого человека будет лежать где-нибудь между этими двумя крайностями. Временное увеличение дохода будет сопровождаться некоторым увеличением расхода (который, необходимо помнить, включает и вложение денег). Временное сокращение дохода будет сопровождаться некоторым сжатием расхода. Остатки в первом случае несколько возрастут, а во втором случае несколько уменьшатся.

Однако, при этом сохраняется презумпция, что изменения остатков сначала будут относительно невелики. Когда будет иметь место увеличение доходов, бережливый человек будет стремиться сберечь свою неожиданную прибыль, а расточительный человек—тратить ее. Временный рост сбережений не вызовет пересмотра остатка, который нужно держать в виде наличных денег или в банке; и такой рост, если он происходит, бывает в значительной мере случайным. Когда же происходит снижение дохода, то разумный человек во всяком случае будет стараться, насколько возможно, произвести соответственное снижение расходов, хотя вероятно несчастье более быстро понижает остатки, чем благополучие увеличивает их.

Говоря для простоты только об ускорении создания кредита, мы видим, что создаваемый в какой-либо период излишек кредита, за вычетом суммы, прибавляемой к остаткам неистраченного запаса торговцев, действует как добавка к потребительскому доходу за этот период. Эта добавка к доходу в весьма малой степени отражается на увеличении потребительских остатков и в более значительной степени ведет к раздуванию потребительских затрат за этот период. Но потребительские затраты представляют собою спрос на товары и услуги. Если спрос возрастает, то это значит, что продается больше товаров и услуг. Продажа материальных благ увеличивает выручку розничных торговцев и других, кто продает потребителям, и истощает их запасы. Подобно другим торговцам, они не имеют охоты держать бездеятельные остатки денег и свои добавочные получения—за вычетом прибыли, переходящей на их личные счета—они направляют или на уплату долгов или на покупку свежих запасов товаров. В последнем случае, торговцы, у которых эти запасы товаров будут куплены, будут вероятно погашать свои займы, так что можно принять как правило, что потребительские затраты направляются на погашение задолженности. Следовательно, результатом уско-

рения в создании кредита будет, вероятно, только более широкое сведение баланса, путем соответственного увеличения потребительских затрат и погашения задолженности торговцами, у которых покупают потребители.

Часть потребительского расхода будет несомненно затрачена на оплату личных услуг¹. Не существует, конечно, накопленных запасов личных услуг, и те, которые живут продажей этих услуг, обычно не заключают займов на торговые цели. Их получки практически целиком являются доходом; часть этого дохода они оставляют про запас, а остаток тратят. Они тратят его—подобно другим людям—частью на материальные блага, а частью на оплату услуг. То, что они расходуют на оплату услуг, они платят друг другу: то, что они расходуют на материальные блага, идет опять к торговцам. Действительно, вся сумма, добавляемая к потребительскому доходу первоначальным ускорением в предоставлении займов, или прибавляется к остаткам наличных у потребителей или затрачивается на материальные блага. На своем пути к этому последнему назначению, отдельные части могут переходить из рук в руки в платеж за оказанные услуги, следовательно будут также прибавлены в дальнейшем к потребительскому доходу и потребительскому расходу. Но кредит не может быть погашен до тех пор, пока он не попадет в руки того самого лица, который употребит его на оплату своей задолженности банку².

Но при данном уровне цен увеличение потребительских затрат означав? увеличение потребления товаров. Как же будет удовлетворено это возросшее потребление? До сих пор мы предполагали, что создание кредита ускоряется, не ставя вопроса, как и через кого это происходит. Создание кредита находится в руках банков, и если они хотят, чтобы торговцы занимали больше, они могут их побудить к этому. Торговцы занимают деньги, чтобы покупать и держать запасы товаров или ценностей, а банкиры побуждают торговцев к увеличению этих запасов и тем самым к увеличению их займов путем понижения ставки процента. Но поскольку—как следствие возросших займов—явится увеличение потребительских затрат, запасы товаров и ценностей в руках торговцев будут истощаться, и для их пополнения будут даны новые заказы производителям. Эти новые заказы для своего финансирования потребуют новых займов; так как отпуск товаров расширяется, то расширяется кредит, а вместе с ним расширяются потребительские доходы и потребительские затраты. А так как выпуск товаров не может возрастать беспредельно и поскольку спрос на новые товары упирается в производственные ресурсы общества, цены начинают расти. Розничные цены

¹ См. Foster and Catchings, «Money», с. 283 — 284.

² Необходимо упомянуть, что на практике существуют в пользу банковские займы, предоставляемые не только торговцам на поддержание товарных запасов. Увеличение дохода на руках у всякой группы населения может быть направлено на снижение чистой задолженности этой группы банкам.

начинают расти потому, что запасы истощены и не могут быть немедленно пополнены; оптовые цены растут потому, что производители завалены заказами, которых они не могут выполнить. Так как цены растут, то количество кредита, требуемое для финансирования данной партии товаров, пропорционально увеличивается, и создание кредита еще больше ускоряется.

Оборот торговцев будет возрастать в совокупной пропорции с увеличением продукции и с ростом уровня цен, а остатки неистраченного запаса торговцев будут стремиться увеличиваться в той же пропорции.

Бели промышленность использует в полной мере свою производительность, то расширение кредита вызывает главным образом рост цен. С другой стороны, если имеется значительный запас неиспользованной производительной силы, то главным эффектом экспансии кредита явится увеличение производства. Если производительные силы были использованы ниже возможности, временно может не быть никакого роста цен. Но на практике этого не бывает. Даже во времена жестокой безработицы некоторые отрасли промышленности испытывают оживление, а некоторые предприятия даже в отраслях, испытывающих депрессию, используются полностью. Более того, предприятия, которые работают не в полную меру своей производительности, будут принимать заказы в убыток до тех пор, пока будет существовать некоторая возможность для получения дополнительной нагрузки предприятий. По мере того, как заказы будут становиться более обильными, производители будут неохотно соглашаться на искусственно низкие цены. Поэтому вероятно, что некоторый -рост цен будет иметь место и в этой ранней стадии кредитной экспансии. Тем не менее—факт, что во время неполной нагрузки промышленности рост цен, вызываемый экспансией кредита, будет меньше. Рост цен и увеличение продукции являются в значительной степени а л т е р н а т и в н ы м и .

Тем больше будет часть добавочного кредита, идущая на расширение потребительских затрат, и чем меньше будет часть, идущая на увеличение остатка, тем сильнее будут проявляться все эти последствия. Поверхностное толкование количественной теории привело бы нас к заблуждению всей важности остатка и дало бы возможность сказать, что цены должны возрастать пропорционально неистраченному запасу, т. е. пропорционально количеству кредита и денег на руках у населения. Но теперь мы видим, что чем медленнее возрастает это количество, тем быстрее будут расти цены, до тех пор, пока будет продолжаться ускорение создания кредита. Когда этот процесс завершается, когда банки не стараются больше поощрять заемщиков и кредит создаваемый не превышает кредита погашаемого, тогда неистраченный запас опять может стать мерилем цен. Если наступает равновесие и экономические условия, которые существовали до нарушения, приблизительно воспроизводятся, то цены и все ценности, выраженные в деньгах, изменяются пропорционально количеству покупательной силы (хотя это

подвергается во всяком случае тому ограничению, что некоторые ценности, выраженные в деньгах, точно фиксируются или на определенный период, или навсегда, как например проценты по долгам, ренты и т. д., а другие ценности фиксируются обычаем).

В точности подобный анализ применим и в случае замедления в создании кредита. Торговцы занимают в единицу времени меньше в своих банках, меньше уплачивают людям, занятым в производстве, и благодаря этому происходит сокращение потребительского дохода. Сокращение потребительского дохода будет меньше, чем сокращение займов, вследствие чего торговцы будут до некоторой степени сокращать свои наличные запасы. Точно так же произойдет и сокращение потребительского расхода, которое будет меньше, чем сокращение потребительского дохода, на сумму уменьшения потребительских остатков. Наконец, произойдет сокращение платежей банкам. Торговцы заметят, что их продажи падают, и прекратят свои заказы производителям на новые поставки. Производство уменьшится, а вместе с ним и доходы производителей. Вследствие этого произойдет дальнейшее снижение потребительских доходов, потребительских расходов и торговых продаж. Производители согласятся назначать более низкие цены, так как они не заняты полностью. Торговцы назначат более низкие цены, чтобы разгрузить свои склады.

Здесь также существует переходный период, когда уровень цен перестает соответствовать неистраченному запасу. Чем медленнее уменьшается неистраченный запас, тем больше будет падение цен, потому что потребительский расход будет наиболее близко совпадать с уменьшением потребительского дохода.

При данном объеме потребления (включая инвестирование) уровень цен пропорционален потребительскому расходу. Когда уровень цен изменяется в точной пропорции с изменениями потребительского расхода, то это значит, что объем потребления изменяется, вследствие ли того, что запасы товаров возрастают или сокращаются, или вследствие того, что продукция увеличивается или уменьшается.

Возможные продажи ограничены суммой потребительского расхода. Торговцы могут продавать товары по ценам ниже восстановительной ценности. Вследствие этого они продадут больше товаров, но они не получают больше денег. Если некоторые получают больше денег, то другие получают меньше, если только потребительский расход сам не увеличился. Падение цен может побудить потребителей уменьшить свои запасы наличных, чтобы воспользоваться благоприятным случаем дешево купить, но это может произойти только тогда, если потребители ожидают, что цены опять будут расти.

Торговцы, видя, что они не могут продать достаточно товаров, чтобы покрыть свою задолженность так скоро, как они этого хотели бы, могут использовать для этой цели часть своей прибыли. Торговая прибыль есть часть потребительского дохода, и использование ее ука-

занным образом явится частью потребительского расхода. Прибыли расходуются на инвестирование, на расширение работающего капитала предприятия. Часть товарных запасов торговца станет его чистой собственностью, вместо того чтобы быть действительно или по предположению заложенной его банкиру. Торговцы как бы покупают товары у себя и используют выручку на уплату долга, хотя они покупают эти товары не для потребления, но для того, чтобы держать их в запасе. Если они не захотят использовать свои прибыли для этой цели, они увеличат как часть потребительского расхода спрос на товары вообще, а торговцы, удовлетворяющие этот спрос, будут в состоянии уплатить эквивалентную сумму своей задолженности. Таким образом использование прибылей на погашение задолженности не составляет исключения из общего принципа, что предел погашения задолженности ограничен суммой потребительского расхода.

Чтобы сделать эту несколько запутанную часть вопроса ясной, было бы хорошо повторить те результаты, к которым мы только что пришли¹. Потребительский доход падает или увеличивается в соответствии с суммой вновь создаваемого кредита; потребительские затраты в свою очередь изменяются в соответствии с изменениями потребительского дохода; погашаемый кредит изменяется в соответствии с изменениями потребительских затрат. Но изменения этих различных количеств не происходят с одинаковой точностью. Разность между всякой парой этих изменений представляет собой изменение остатков. Изменение в неистраченном запасе является результатом изменений в наличных остатках потребителей и торговцев.

Деньги занимают для производства, и изменение в величине вновь создаваемого кредита является прежде всего признаком соответствующего изменения в размере производства богатства. Но выпуск товаров не может увеличиваться и не может уменьшаться неопределенно. Рост или уменьшение заказов, даваемых производителям, немедленно дает рефлекс в виде роста или падения оптовых цен.

Потребительские затраты при использовании их на погашение задолженности торговцами приводят к исчерпанию торговых запасов. Сумма новых заказов производителям повышается и падает по мере исчерпания этих запасов, а сумма вновь создаваемого кредита увеличивается или уменьшается в соответствии с суммой новых заказов и общим уровнем цен. Цикл таким образом завершается.

Банки принимают меры к расширению или сжатию кредита в зависимости от случая. С точки зрения предпринимателя, заем есть побочное обстоятельство в процессе держания запаса товаров, будет ли то в процессе производства или перевозки, или в ожидании продажи. Если он склонен занимать больше или меньше, это в действительности означает,

¹ См. также примечание в конце этой главы, где эти результаты изложены алгебраическими синграммами.

что он склонен держать большие или меньшие запасы. Но когда он предпринимает шаги к тому, чтобы согласовать свои запасы и свою задолженность, давая большие или меньшие заказы, то цикл изменений вновь начинается, и его влияние на запасы и задолженность в целом ограничивается разностью между изменением, действующим на сумму создаваемого кредита, с одной стороны, и вменением в сумму погашаемого кредита, с другой, после чего кредит проходит через различные стадии, которые мы уже видели. Эта разность и составляет сумму, застревающую в обороте и остающуюся вне баланса. Банкир наблюдает весь процесс с точки зрения своего баланса. Он видит, что кредитная экспансия или сокращение кредитов начинаются в ходатайствах о ссудах; через короткий промежуток времени он видит это noticeable сумме зачетов путем однородных изменений в уплате займов. Изменения в банковских кредитах, которые повышают обязательства банка, равны изменениям в займах, которые повышают его средства. Выбор того, какая часть нового кредита будет удержана в запасе — в виде ли денег или в виде кредита — и какая часть будет истрачена, целиком зависит от клиентов банка.

До этого момента мы не пересматривали нашего предположения, что запас денег в обществе остается неизменным и что изменения неистраченного запаса происходят исключительно в сумме, одолженной банками. Другими словами, мы даже не принимаем в расчет специальной особенности бумажных денег, что предложение их может увеличиваться или уменьшаться произвольно. При рассмотрении металлических денег (глава II), мы показали, как экспансия кредита вызывает отлив денег из банков в обращение, а сокращение кредита гонит их обратно. Применение бумажных денег позволяет, когда происходят эти колебания в обращении, обходиться без причинения неудобств и возможно губительных колебаний в кассовой наличности банков. Оно облегчает экспансию и сокращение кредита, уничтожая те ограничения, которые ставились благодаря фиксированному предложению денег.

Так как сумма неистраченного запаса определяется действиями банков в отношении создания кредита, а деньги в обращении есть просто та часть неистраченного запаса, которую население предпочитает держать в виде наличных, то обращение денег зависит от создания кредита. Тем не менее, существует мнение, согласно которому создание кредита зависит от обращения денег. Банк должен держать кассовые резервы в известной пропорции к своим обязательствам, чтобы быть в состоянии снабжать своих клиентов, сколько бы денет им ни потребовалось. Держать больше свободных денег, чем требуется для этой цели, — убыточно. Следовательно, сумма создаваемого кредита стремится быть такой, для которой общий запас денег, после вычета сумм, потребных для обращения, был бы совершенно достаточен, чтобы, дать надлежащие резервы.

Резервы могут находиться в требуемой пропорции, но если пред-

ложенье денег уменьшается путем, например, изъятия и уничтожения определенной суммы бумажных законных платежных средств, то пропорция нарушается, и банки, если они хотят восстановить ее, должны сократить предоставление кредита. Подобное изъятие денежных знаков будет в первый момент влиять только на банковские резервы, так как клиенты банков извлекают оттуда ровно столько наличных денег, в пределах своих кредитов, сколько они находят необходимым, но не больше.

Таким образом эмиссионное учреждение, которое регулирует предложение законных платежных средств, в состоянии произвольно увеличивать или уменьшать резервы банков. Это вообще справедливо, даже когда эмиссионным учреждением является правительство, оплачивающее свои собственные обязательства новыми билетами с печатного станка. Билеты, как только они будут истрачены получателями, перейдут в руки банков и увеличат их резервы.

Управляя резервами банков, эмиссионное учреждение может вызывать экспансию и сокращение кредита совершенно произвольно. Но для осуществления этого оно должно иметь в своем распоряжении некоторый механизм для легкого и скорого выпуска и изъятия билетов. Извлечение билетов из обращения только путем увеличения суш, собираемых от населения в виде налогов или займов, недостаточно. Лучшим инструментом для регулирования предложения бумажных денег является государственный банк или другой центральный банк, который, не будучи сам частью административного аппарата правительства, готов регулярно сотрудничать с ним.

При наличии монополии на выпуск билетов, обладающих силою законного платежного средства, такой банк может регулировать бумажное денежное обращение банковскими методами. Он будет выпускать свои банкноты путем краткосрочных авансов (в виде ссуд или учета) торговцам или другим банкам и непрерывно получать банкноты в платеж по прежним ссудам. Приостанавливая или сокращая новые ссуды, центральный банк может обеспечить уменьшение банкнотной эмиссии. Предлагая ссуды из низкого процента и иными путями поощряя заемщиков, он может увеличить эмиссию банкнот.

Другие банки должны иметь соответственные запасы денег, которые могут, в конечном счете, быть получены только от центрального банка. Это обстоятельство дает центральному банку значительную возможность контроля кредита. Рыночный учетный процент по краткосрочным ссудам будет всегда стремиться быть приблизительно равным проценту, взимаемому центральным банком или так называемому банковскому проценту (с необходимой скидкой в зависимости от обеспеченности и ликвидности). До тех пор, пока банк будет вынужден занимать в центральном банке, чтобы обслужить своих клиентов, он не сможет давать им ссуды дешевле, чем из банковского процента. Более того, он будет взимать с них процент, превышающий банковскую ставку на величину обычной прибыли. И до тех пор, пока банк может надеяться на получение денег из цен-

трального банка, он не будет взимать более этой ставки (предполагал, что между банками существует свободная конкуренция).

Если центральный банк в какой-либо момент будет ссужать больше денег, чем другим банкам действительно требуется, рыночная ставка может упасть ниже банковской, но центральный банк может легко повысить рыночную ставку, или путем продажи рыночных ценностей, или выступая сам заемщиком на рынке. Уменьшение средств центрального банка означает и равное уменьшение его обязательств, которые являются, с точки зрения других банков, наличными деньгами. Как только банки сами почувствуют недостаток денег, они встретятся с перспективой занимать деньги по банковской ставке, и благодаря этому рыночная ставка соответственно возрастет. Таким методом центральный банк, когда он повышает банковскую ставку для сокращения кредита, делает ее существенным фактором контроля кредита. Действительным же фактором, сдерживающим заключение займов торговцами, является рыночная учетная ставка.

Если центральный банк захочет расширить кредит, он понизит банковскую ставку. Это даст возможность другим банкам понизить рыночную учетную ставку. Если торговцы не ответят так скоро и полно на этот стимул, как желательно, то центральный банк может начать покупать на рынке фондовые ценности или векселя; его обязательства возрастут в соответствии с его средствами. Банки окажутся с большим количеством денег на руках, чем им требуется, и в своих усилиях избавиться от убытков, связанных с бездейственным держанием денег, они будут стараться поощрять торговцев к заключению займов¹.

Центральный банк достаточно вооружен, чтобы быть вождем кредитной системы. Повышая или понижая банковскую ставку и продавая или покупая ценные бумаги, он может вызывать сокращение или расширение кредита и может привести в движение весь ряд событий, которые мы рассматривали в этой главе.

Защитники количественной теории денег иногда вынуждены beweisen доказывать, что цены должны расти или падать в точном соответствии с количеством денег и существующего кредита. На эту теорию очень часто нападали на том основании, что опыт дает нам много примеров роста цен при уменьшении количества кредита и денег и обратно. Аргументы обеих сторон обнаруживают ложное понимание теории. Действительно иногда бывает, что цены показывают заметный рост или падение, но нет пропорционального увеличения или уменьшения обязательств банкиров как в виде депозитов, так и в виде банкнотной эмиссии. Это случается в один из тех переходных периодов, когда имеет место экспансия или сжатие кредита.

¹ Более детальный анализ влияния покупок или продаж центральным банком ценных бумаг на кредит см. в моей книге «*Monetary Reconstruction*», 2-е изд., с. 140 *-143.

Когда вредит расширяется и цены растут, торговый оборот увеличивается приблизительно пропорционально ценам. Балансы торговцев будут несомненно иметь тенденцию расти в той же самой пропорции. Они будут однако направляться в то же время и по другому пути. Выше было показано (см. с. 12 и с. 22), что когда цены растут, становится исключительно выгодным покупать и держать запасы товаров. Держать на руках остатки денег, которые можно потратить на приобретение товаров, это значит потерять эту исключительную выгоду. Убыточность держания бездеятельного денежного запаса становится следовательно большей, чем обычно, и торговцы применяют соответственно большие усилия в снижении этих остатков. До тех пор следовательно, пока цены растут, денежные балансы торговцев не будут возрастать пропорционально их обороту.

Когда кредит сокращается и цены падают, тенденция денежных запасов торговцев к уменьшению пропорционально их обороту будет подобным же образом нарушаться под влиянием движения прибылей. Падение цен является препятствием к получению прибыли от покупки и держания товаров и может даже обратить прибыль в убыток. Убыточность бездеятельного держания денег тем самым уменьшается и может быть полностью вознаграждена. Торговцы со спокойной душой будут наблюдать за ростом своих денежных балансов, потому что использование денег в их деловых операциях доставило бы им очень мало или даже совершенно не принесло бы прибыли. Но тем не менее справедливо, что торговцы не будут занимать денег, чтобы иметь бездеятельные денежные балансы, но не все торговцы являются всегда заемщиками \ и низкий уровень прибыли получит отражение в низкой процентной ставке, так что даже те, которые являются заемщиками, не будут делать специальных усилий к поспешной уплате.

Как только цены перестают расти или падать, в зависимости от обстоятельств, то и мотивы торговцев к повышению или понижению обычной пропорции их денежных балансов к обороту перестают действовать. Их займы и их затраты должны быть тогда так согласованы, чтобы восстановить эту пропорциональность.

Эта тенденция торговцев расходовать денежные остатки, когда цены растут, и увеличивать их, когда цены падают, усиливает последствия экспансии или сращения кредита и тем самым подчеркивает свойственную кредиту неустойчивость.

Только в момент равновесия, когда количество кредита и денег в обращении не увеличивается и не уменьшается, отношение цен и денежных ценностей в этом количестве кредита и денег определяется отношением баланса покупательной силы в доходе. Во всех других случаях ¹

¹ Некоторые, особенно среди крупнейших производителей, используют свою независимость от банковских займов как источник гордости. Когда дела уменьшаются, они могут накапливать очень крупные денежные остатки.

одним из наиболее важных экономических условий, которое количественная теория принимает как «данное», будет ускорение или замедление в создании кредита. На практике чрезвычайно редко, скорее никогда не случается, чтобы состояние равновесия действительно наступало. Период расширения или сжатия кредита, когда он приходит к концу, оставляет после себя наследство согласований, и, прежде чем они будут наполовину выполнены, уже вероятно начнется новое движение. Поэтому, руководствуясь количественной теорией при исследовании действительных условий, мы должны остерегаться слишком легко предполагать, что в стране, где экономическая организация остается в существенных чертах неизменной, цены будут повышаться и падать в точной пропорции с количеством средств платежа в обращении. Прежде чем делать подобное предположение, мы должны сначала определить, находится ли кредит в состоянии расширения или сокращения.

С должной осмотрительностью и с надлежащими оговорками будет вполне логично выводить рост или падение цен из роста или уменьшения количества средств платежа, а в общем движение цен в действительности будет больше, чем пропорционально изменению в количестве средств платежа.

Но в крайних случаях влияние на остатки наличных может быть так заметно, что рост цен будет сопровождаться уменьшением неистраченного запаса, а падение цен—его ростом. Жесткая рестрикция кредита вызывает такое падение предпринимательства*, что неистраченный запас действительно возрастает. Это может произойти или потому, что потребители держат деньги неиспользованными, так что потребительский расход будет падать быстрее потребительского дохода, или (более вероятный случай) потому, что торговцы задерживают выручку от продаж. Большая часть торговых продаж состоит из сделок между торговцами различных промежуточных звеньев, прежде чем продукты достигнут потребителя. Деньги, занятые некоторыми торговцами, могут застрять в кассовой наличности других прежде, чем они вновь будут использованы для производства новых товаров. Когда деньги таким образом задерживаются, они не переходят в потребительский доход, но только замещают товары в работающем капитале заинтересованных торговцев. Сокращение потребительского дохода совпадает с сокращением потребительского расхода. Продажи потребителям соответственно сокращаются, и погашение задолженности торговцев банкам задерживается. Банки отягчаются «замороженными» ссудами, но соответственный рост неистраченного запаса не создает роста торгового оживления, так как покупательная сила затерялась в неподвижных кассовых остатках.

Аналогичное положение может также быть проиллюстрировано в противоположном случае, когда экспансия кредита настолько стимулирует спрос и цены вследствие этого растут, что деньги из наличных остатков затрачиваются, быстрее, чем заключаются новые займы, и неистраченный запас быстро уменьшается. Но это происходит только в тех случаях, когда

или наличные остатки торговцев вначале были несколько выше нормальных или проявляется резкое недоверие к денежным знакам, побуждающее население снижать кассовую наличность ниже надлежащего уровня.

Ближайшей причиной в определении цен является потребительский расход, но не неистраченный запас. Спрос есть потребительский расход. Значение неистраченного запаса вытекает из того факта, что население имеет непосредственное представление о нем. Он может быть статистически измерен, и денежная система может быть основана на его регулировании. Законы банкнотной эмиссии и банковских резервов действуют на денежное обращение через неистраченный запас.

Соотношение между неистраченным запасом и уровнем цен наилучшим образом может быть установлено через потребительский расход. Проф. Фостер и Кетчингс назвали отношение потребительского расхода к неистраченному запасу «скоростью кругооборота денег» (circuit velocity of money) \

Уровень цен прямо пропорционален потребительскому расходу и обратно пропорционален количеству благ (включая капитальные блага), покупаемых потребителями в единицу времени. Потребительский расход одновременно пропорционален неистраченному запасу и скорости кругооборота денег. Следовательно, уровень цен изменяется в п р я м о м о т н о ш е н и и в неистраченном запасе и скорости кругооборота и в о б р а т н о м о т н о ш е н и и в количестве благ, покупаемых потребителями.

Здесь мы имеем формулу количественной теории, которая содержит совершенно определенный индекс, взвешенный согласно потребленным количествам. Наша формула основана на п о т р е б л е н н о м , а не на п р о и з в е д е н н о м богатстве. Увеличение потребительского расхода может временно встретиться с уменьшением товарных запасов вместо роста цен, а уменьшение потребительского расхода может повлечь за собой в первый момент накопление запасов вместо падения цен. Когда тенденция роста или падения цен маскируется таким образом повышением или падением потребления, меньшим, чем отпуск, тогда можно сказать, что мы имеем «виртуальный рост» или «виртуальное падение» цен, «виртуальное обесценение» или «виртуальное повышение ценности» денежной единицы.

Вообще, первым эффектом увеличения потребительского расхода будет увеличение продаж из запасов, затем произойдет увеличение производства и, наконец, рост цен. Но каждая стадия нагоняет предыдущую, так что некоторое увеличение производства и некоторый рост цен могут пагубить почти в самом начале

.. ¹ См. их книгу «Money», с. 299 — 303. «Скорость прихода» денег (income velocity of money) проф. П и г у («Industrial Fluctuations», с. 162) является приблизительно тем же самым, хотя и не совсем. Это есть отношение потребительского дохода к неистраченному запасу. Потребительский доход и потребительский расход только приблизительно, но не совершенно равны.

Примечание к главе IV

Отношения между размером создаваемого кредита, потребительским доходом, затратами и неистраченным запасом представляются настолько сложными, что некоторые читатели легче поймут их, если применить алгебраические символы.

Предположим состояние денежного равновесия, при котором кредит создается и погашается в точно равных размерах и потребительский доход и потребительский расход также равны. Обозначим через A сумму кредита, создаваемого в единицу времени, и через B — потребительский доход. Положим, что неистраченный запас равен M , а T и G представляют части этого запаса, находящиеся соответственно в руках торговцев и потребителей, так что $M = T + C$.

Дальше предположим, что A возрастает до $A + a$, и потребительский доход, положим, становится $B + b$, а потребительский расход (до этого равный B) становится $B + b'$ и погашаемый кредит (до этого равный A) становится $A + a'$.

Если весь дополнительный кредит a будет затрачен, то потребительский доход станет равен $B + a$. Разность между a и b есть сумма, которую торговцы получили в займы, но еще не уплатили дальше и которая, таким образом, прибавляется к их денежному балансу. После некоторого промежутка времени t созданный кредит выразится суммой $At + at$. Потребительские получки составят $Bt + Bt'$. Денежные балансы торговцев возрастут от T до $T + at - bt$. Потребительский расход равен $B + b'$; за период t потребители истратят $Bt + b't$, и их денежный баланс возрастет на $Bt - b't$ и будет равным $C + bt - b't$. Торговцы получают от потребителей $Bt + b't$ и погасят задолженность в сумме $At + a't$. Их денежный баланс возрастет еще на $b't - a't$ и будет равен

$$T + at - bt + b't - a't.$$

Потребительский денежный баланс равен

$$C + bt - b't$$

Соответственно, весь неистраченный запас в целом, будучи равен сумме этих двух величин, составит

$$\begin{aligned} G + T + at - a't & \text{ или} \\ M + at - a't \end{aligned}$$

Действительно, как очевидно должно быть на деле, неистраченный запас возрастает путем превышения создаваемого кредита над кредитом погашаемым.

Теперь мы переходим к соответственным изменениям в производстве и потреблении. Мы принимаем производство и потребление богатства в начальный момент равными X . Это есть количество богатства на единицу времени (понятие скорее искусственное, так как не существует никакой единицы количества, приемлимой ко всем формам богатства). Если P будет средняя цена, то PX будет денежная ценность X . Но $PX = B$, так как все доходы можно предполагать получающимися от производства, будет ли это оплата услуг или вознаграждение, уплачиваемое путем процентов или ренты за пользование собственностью, а все издержки производства суть какие-нибудь доходы.

Можно предположить, что возрастание создаваемого кредита от A до $A + a$ предназначено для увеличения запасов товаров.

Пусть продукция возрастает от X до $X + x$. Тогда, если цены еще не будут расти, мы будем иметь

$$\begin{aligned} B + b &= P(X + x) \\ b &= Px. \end{aligned}$$

Если потребительские затраты равны $B + b' = P(X + x')$, тогда $X + x'$ представляет количество богатства, потребляемого в единицу времени. За период t запасы товаров возрастут на $(X - x')t$. Если через S обозначить первоначальные запасы, то они возрастут от S до $S + xt - x't$. Ценность запасов возрастает от PS до $PS + Pxt - Px't$ или до $PS + Bt - b't$.

Задолженность торговцев возросла на $at - a't$, тогда как ценность их запасов возросла на $Bt - b't$. Разность $(at - a't) - (bt - b't)$ составляет сумму, на которую возросли денежные балансы торговцев.

Но по предположению производство не может подняться от X до $X + x$ без представления некоторых побудительных мотивов, в виде повышающихся цен, производителям. Если цены поднимутся от P до $P + p$, то

$$\begin{aligned} B + b &= (P + p)(X + x) \\ B + b' &= (P + p)(X + x') \\ b &= pX + (P + p)X \\ V &= pX + (P + p)x' \\ b - b' &= (P + p)(x - x'). \end{aligned}$$

Торговцы увеличивают займы от A до A^* а с целью увеличения своих запасов. Действительный эффект этого роста займов на их запасы b уменьшается, потому что: 1) когда они тратят дополнительную сумму b на производство, расходы населения, которое получает эту сумму, возрастают на b' , и чистый рост запасов составит только $b - b'$, и 2) влияние дополнительных запасов на производительные ресурсы страны окажет действие только частично на увеличение продукции от X до $X + x$, а остальное будет затрачено на рост цен от P до $P + p$. Действительный рост запасов за период t составит следовательно только

$$\frac{b - b'}{P + p}$$

Если это небольшая величина, если b' не будет много меньше, чем b , и если p величина значительная, то желание торговцев увеличить свои запасы будет соразмерно неудовлетворено, и поток новых заказов будет соразмерно продолжаться.

Но то, что цены повысились от P до $P + p$, приводит к необходимости занимать больше только для того, чтобы поддерживать прежний уровень производства X . Чтобы выдержать новый уровень производства $X + x$, величина вновь создаваемого кредита должна быть достаточна, чтобы покрыть расширение производства до x схимы

$$(P + p)(X + x).$$

Рост цен есть непосредственное следствие давления торгового спроса на производителей, каковое давление будет продолжаться до тех пор, пока желание торговцев получить дополнительные запасы товаров будет оставаться неудовлетворенным. Это желание едва ли возможно измерить какой-нибудь точной математической формулой. Падение ставки процента или перспектива роста цен побуждает торговцев пополнять их запасы; рост процентной ставки или ожидание падения цен, напротив, побуждает их к уменьшению запасов. До тех пор, пока увеличение кредита затрачивается на увеличение цен вместо того, чтобы идти на расширение производства, и до тех пор, пока потребление идет нога в ногу с производством, побудительные мотивы предъявлять спрос к производителям остаются неослабленными и могут даже усилиться.

Препятствие этому процессу экспансии несомненно будет положено банками. Средства банков состоят из займов, векселей и инвестиций, что в целом может быть обозначено через L , и из наличных денег — B . Если их обязательства равны D , то $L + R - D$ даст сумму их капитала, который мы принимаем за постоянную величину.

Эффектом увеличения создания кредита будет рост L и D на $at - a^C$. Если F будет сумма законных платежных средств в стране, из которых $F - B$ находится в обращении, то неистраченный запас

$$M = D + I - R.$$

Он возрастает до

$$D + F - B + at - a^C.$$

Но поскольку неистраченный запас возрастает, часть его, сохраняемая в форме денег, также будет иметь тенденцию к возрастанию. Положим, что эта часть возрастает на b . Тогда обязательства банков составят

$$D + at - a^C - h,$$

а их кассовые резервы — $B - h$. Здесь h несомненно меньше, чем $at - a^C$ и, следовательно, большие обязательства обеспечиваются меньшими резервами.

ГЛАВА V

ВЕКСЕЛЬНЫЕ КУРСЫ

Мы видели выше, что в крупных щелках орудием платежа является кредит, а не деньги. Лишь при выплате заработной платы, при покупках в розницу, при покупке железнодорожных билетов и т. д. кредит должен быть превращен в деньги, являющиеся законным платежным средством. Хотя по закону долг подлежит уплате в деньгах, на практике все сколько-нибудь значительные долги в большинстве случаев погашаются не деньгами, а путем зачета соответственных записей в банковских книгах. Утот процесс весьма прост, когда и должники и кредиторы являются клиентами одного и того же банка. Он остается довольно простым и тогда, когда дебиторы и кредиторы являются клиентами различных банков, ведущих между собою расчеты через одну и ту же расчетную палату. Но когда должники и кредиторы имеют дело с банками, находящимися в разных странах, имеющих различные денежные системы, механизм расплаты становится чрезвычайно сложным.

Сырые материалы могут быть произведены в одной стране, потом — посланы сначала для первичной обработки в другую, закончены обработкой в третьей стране, отправлены на кораблях четвертой страны оптовому торговцу в пятую страну, и, быть может, перейдут от этого торговца еще к другому, прежде, чем конечный продукт дойдет до потребителя. Все люди, которые производили какие-либо операции с товарами, обрабатывали их, перевозили, покупали и продавали, должны получить свое вознаграждение или прибыль. Вознаграждение и прибыль этих лиц должны быть так или иначе получены из выручки, поступившей от потребителя. Но всякий из участников желает получить следуемую сумму в своей собственной стране, где у него имеются и обязательства; никто не пользуется кредитом в той стране, где товары окончательно продаются, если только он не живет в ней; прежде чем такой кредит может быть использован для нужд этого лица, он должен быть обменен на кредит в его собственной стране.

Предприниматель, ведущий дела исключительно в своей стране, оказывается должником одних из своих соотечественников и кредитором других. Если он выдаст чеки первым и получит чеки от последних, то все его долги и требования становятся делом между ним и его банкиром, и они будут сведены в конце концов к чистому кредитовому или дебетовому остатку на его счете. Существенным требованием для этого упрощения расчетов является то, чтобы долги и требования были однородны: они должны быть выражены в одной и той же единице. Долг в сорок Шиллингов может быть противопоставлен долгу в 2 фунта стерлингов, так как шиллинг является просто $\frac{1}{20}$ фунта стерлингов. Подряд поставки 100 килограммов золота может быть покрыт подрядом поставки 3 215 тройских унций золота, поскольку обе они выражают одинаковый

вес одного и того же товара. Но обязательство выплаты 10 тысяч фунтов стерлингов в казначейских обязательствах не может быть противопоставлено долгу в 10 тысяч фунтов стерлингов, пока ценность этих обязательств в наличных деньгах не будет установлена путем делового соглашения сторон. Точно так же тысяча унций золота в Durban'e не могут быть противопоставлены тысяче унциям золота в Лондоне иначе, как на основе подобного же договора. Золото в Durban'e не есть то же самое, что и золото в Лондоне, так же как хлопок в Новом Орлеане не то же самое, что хлопок в Ливерпуле.

Долги в разных странах являются столь же разнородными, как и товары, находящиеся в разных странах; 10 тысяч фунтов стерлингов в Каштадте есть нечто, совершенно отличное от 10 тысяч фунтов стерлингов в Лондоне. Тот факт, что обе суммы могут быть превращены в одно и то же количество золота и это золото может быть с небольшими издержками переслано из любого места в другое, не меняет дела, хотя это и включает колебания ценности каждого из этих долгов, выраженного в терминах другого, в узких пределах. Кредит в Каштадте есть средство для производства платежей в Южной Африке, а кредит в Лондоне является тем же в Англии. Таким образом каждый кредит дает право распоряжаться богатством в той стране, где он подлежит оплате. Это есть реальная база его ценности; обратимость его в золото есть просто средство, принимаемое для укрепления покупательной силы денежной единицы.

Для того, чтобы облегчить возможность расчетов между предпринимателями, которые становятся обладателями кредитов в разных странах, существует класс торговцев так называемыми «иностранными векселями». На рынке иностранных векселей устанавливаются соотношения, по которым кредиты в одной стране обмениваются на кредиты в другой. Эти торговцы должны иметь свои учреждения в каждом из центров, в которых они производят операции. Торговец, не являющийся сам банкиром, должен иметь остаток кредита в каком-нибудь банке в каждом из центров. Лица, желающие переслать деньги, т. е. получить кредит в одном из этих мест в обмен на кредит в другом, вносят кредит на счет торговца иностранными векселями в этом последнем месте, а он выплатит установленный эквивалент со своего счета в другом месте. В каждом из этих мест его счет будет увеличиваться или уменьшаться соответственно тому, будут ли переводы из этого места больше или меньше, чем переводы на это место. Если торговец векселями является в то же время и банкиром, он может с о з д а т ь кредиты в пользу тех, которые желают сделать переводы в то или иное место, и его обязательства до востребования будут возрастать или уменьшаться соответственно тому, будут ли переводы и а это место больше или меньше, чем переводы из э т о г о места.

Будет ли торговец векселями банкиром или нет, он не пожелает, чтобы это неравенство переводов продолжалось бесконечно. Если он

будет банкиром, то непропорциональный рост его обязательств до востребования в каком-нибудь месте повлечет за собой уменьшение его кассы и ликвидных ресурсов в этом месте, как только его клиенты начнут использовать свои кредиты. Если торговец векселями не является банкиром, он не пожелает, чтобы его кредиты в каком-нибудь месте, где он ведет операции, были несоответственно истощены или несоответственно раздуты.

Но между всякими двумя центрами с п р о с на переводы в одном направлении создает п р е д л о ж е н и е средств для переводов в другом направлении. Неравенство между ними есть просто признак, что спрос и предложение больше не балансируются. В торговле векселями, как и во всякой другой торговле, нарушение равновесия между предложением и спросом корректируется соответствующим приспособлением цены. Если торговцы иностранными векселями получают большие суммы, чем они платят в каком-либо месте, они предлагают меньше в других местах в обмен на кредиты в этом месте; если же они платят большие суммы, чем получают, то они предлагают больше. Другими словами, в первом случае, когда они имеют в данном месте слишком много кредитов, они понижают их цену в переводе на иностранные деньги; в последнем случае, имея слишком мало кредитов, они поднимают их цену. Когда ценность денежной единицы в иностранной валюте падает, вексельный курс называют «неблагоприятным»; когда эта ценность растет, то курс называют «благоприятным».

Отсюда как будто бы следует, и отчасти это правильно, что вексельные курсы определяются спросом и предложением на переводы. Если в результате экономических отношений между двумя странами создается непокрытое сальдо задолженности одной страны в пользу другой, то спрос на переводы со стороны нации-должника в другую страну превысит спрос на переводы в противоположном направлении, и вексельный курс в отношении нации-должника станет неблагоприятным. Вся теория вексельных курсов обычно исчерпывается ссылкой на этот факт. В действительности, однако, это не совсем удовлетворительное объяснение сущности вопроса. На всякого рода рынке движения цен определяются состоянием спроса и предложения. Если цены растут, то это происходит потому, что предложение упало ниже спроса; если цены падают, это, напротив, значит, что спрос упал ниже предложения. Уровень, к которому всегда тяготеют цены, это тот, при котором предложение и спрос уравниваются. Но когда мы подойдем к исследованию какого-нибудь частного рынка, то этот общий закон скажет нам очень мало о том, как определяется цена в точке равновесия. Иревышение или недостаток предложения по сравнению со спросом является просто симптомом несоответствия цены; это есть не больше, как доказательство, что цена слишком высока или слишком низка. Это же положение правильно и в отношении рынка иностранной валюты. Если наблюдается превышение переводов в одном направлении над переводами в другом, это является

признаком, что вексельный курс не находится в точке равновесия, но этот вывод не проливает света на те условия, которые определяют, где находится точка равновесия.

Продукты, на которые затрачивается потребительский расход всякой страны, могут быть разбиты на две группы: те, которые конкурируют на международном рынке, и те, которые не конкурируют там. Они могут быть соответственно названы продуктами внешней торговли и продуктами внутренней торговли. Продукты внешней торговли включают не только те, которые действительно вывозятся или ввозятся, но которые могут быть вывозимы или ввозимы и которые имеют международную цену¹.

Линия, разделяющая обе эти группы продуктов, не является точной. Обстоятельства, которые препятствуют экспорту или импорту продуктов внутренней торговли, чрезвычайно изменчивы. Некоторые товары слишком громоздки или тяжелы в отношении к своей ценности, чтобы оплачивать транспорт. Даже если они вообще передвигаются от места производства, то расстояние, на которое они передвигаются, берется не только как стоимость их производства в месте производства, но и относительно их ценности в месте потребления. Уголь, который производится очень дешево и в большом изобилии, имеет такую большую ценность в месте потребления, что потребители в странах, удаленных от угольных копей, будут оплачивать фрахт, равный в отдельные моменты цене самой шахты.

Товары, по природе своей предназначенные для внешней торговли, могут попасть в группу товаров внутренней торговли в отдельных странах с недостаточными связями с мировыми рынками или в малоразвитых странах с недостаточными международными сообщениями.

Некоторые товары являются настолько скоропортящимися, что могут быть перевозимы только на короткие расстояния. Другие приспособлены только ко вкусам того общества, для которого они произведены и не могут быть проданы в другом месте. Но громаднейшая группа товаров внутренней торговли состоит из услуг, которые могут быть оказаны только в данной местности. Внутренний транспорт, медицинская помощь, воспитание, домашние услуги, прачечные работы, хлебопечение являются примерами этого рода.

С другой стороны, продукты внешней торговли не ограничены абсолютно осязаемыми товарами, которые могут быть физически перевезены с места на место. Они включают также некоторые услуги, как например, морской транспорт и многие финансовые операции, которые могут быть оказываемы в сфере международных отношений.

¹ Импорт включает сырые материалы и полуфабрикаты, предназначенные к использованию в производстве товаров для экспорта. Поэтому импорт, предназначенный к реэкспорту после дальнейшей фабричной обработки ввезенных товаров, не должен включаться в число тех товаров, на которые затрачивается потребительский расход.

Материальные продукты, которые в конце концов приобретаются потребителем, очень часто состоят из товаров как внутренней, так и внешней торговли. Продукты внешней торговли обычно находятся в некоторой промежуточной стадии. Даже если они являются законченными, поскольку это касается фабричной обработки, откуда они поступают на оптовый рынок, то для доставки товаров в руки потребителя требуются услуги розничного торговца, которые сами по себе являются продуктом внутренней торговли.

Когда продукт имеет таким образом смешанное происхождение, тем менее возможно различить элементы, входящие в образование цены.

Цены продуктов внутренней торговли свободно изменяются в соответствии со всяким изменением действительного опроса, тогда как цены продуктов внешней торговли охраняются от этих изменений некоторой связью с мировыми ценами. До тех пор, пока рынки работают нормально, оптовая цена всякого продукта внешней торговли не может отличаться от цены того же самого товара за границей, выраженной в той же самой денежной единице, более чем на величину издержек транспорта на заграничный рынок или оттуда. Если цена на заграничном рынке должна быть выражена в той же самой валюте, это должно быть сделано через вексельный курс. Цена на внутреннем рынке будет превышать цену за границей на стоимость транспорта, если речь идет о продукте, который импортируется из-за границы, и должна быть ниже цены за границей на стоимость транспорта, если речь идет о товаре, экспортируемом за границу. В других случаях разница в цене должна быть меньше, чем стоимость транспорта.

Потребительский расход направляется на приобретение товаров как внутренней, так и внешней торговли. Распределение этого расхода между обеими группами товаров зависит от предпочтения потребителей. Спрос на каждую группу товаров будет вызывать соответствующее предложение. Цены продуктов внутренней торговли будут устанавливаться рынком на таком уровне, который уравнивает спрос и предложение. Предложение зависит от производительных ресурсов самого общества, а цены должны быть достаточно высоки, чтобы помешать спросу опередить возможности этих ресурсов.

Спрос на продукты внешней торговли, напротив, не может быть регулируем таким образом. Здесь предложение создается мировыми рынками, и спрос в какой-нибудь одной стране будет вообще малым, сравнительно с мировым предложением. Спрос не может быть задержан ограниченным ростом, могущим произойти в мировых ценах, и уравновешивающим фактором может явиться вексельный курс. Вексельный курс является звеном, соединяющим цены на внутреннем рынке с мировыми ценами. Неблагоприятное движение курсов равносильно общему росту цен на продукты внешней торговли, а благоприятное движение—общему падению. При данном потребительском расходе чем более благоприятны курсы, тем больше будет доля богатства, получаемая потребителями с

мировых рынков. Или—выражая то же самое иным путем — чем больше ценность потребительских расходов в значениях иностранных денежных знаков, тем более притягателен должен быть рынок, представляемый этой страной для продуктов внешней торговли. Импорт будет привлекаться из-за границы, а товары, подлежащие экспорту, будут отвлекаться от заграничных рынков к внутреннему.

Но доля продуктов внешней торговли, которую страна может о п л а т и т ь , зависит от ее собственного выпуска подобных продуктов, включая как экспорт, так и производство экспортируемых и импортируемых товаров для внутреннего потребления. Благоприятный курс, который привлекает импорт, делает менее выгодным производство продуктов внешней торговли, потому что благодаря этому мировые цены становятся менее выгодными для производителя. Точно так же неблагоприятный курс препятствует импорту и стимулирует производство продуктов внешней торговли перспективами увеличенной прибыли.

Равновесие на рынке иностранной валюты зависит от сбалансирования покупок и продаж продуктов внешней торговли. Когда мы говорим о сбалансировании покупок' и продаж, мы не подразумеваем, что экспорт и импорт должны быть р а в н ы . Иностранцами векселями рассчитываются по обязательствам, вытекающим не только из экспорта и импорта рыночных продуктов. Равновесие требуется в отношении всех обязательств, из каких бы сделок они ни вытекали. В понятие рыночных продуктов включаются, помимо материальных благ, которые являются объектом торговых оборотов, так же и услуги, например, судовладельцев, банкиров или страховых компаний, которые могут быть оказываемы в области международных сношений, и услуги, оказываемые одной страной путешественникам другой страны.

Помимо рыночных продуктов, наиболее важный фактор международных экономических сношений составляют обязательства, вытекающие из капитальных сделок. Обязательства могут вытекать из прошлых инвестиций; капиталисты одной страны могут владеть имуществом или ценными бумагами в другой стране и ^огут обладать правом на получение оттуда процентов, ренты, прибылей или дивидендов. Новые инвестиции создают обязательства заимодавцев по отношению к должникам: лицо, которое помещает свои средства за границей, принимает на себя обязательство послать туда капитальную инвестируемую сумму. Эффект в сущности будет один и тот же, является ли инвестирование капитала новой эмиссией или покупкой на рынке капитальных ценностей уже существующих ценных бумаг у иностранного держателя. Когда принадлежащие заграничным держателям ценные бумаги подлежат оплате, все деньги или та часть их, которая не будет вновь занята, должны быть получены через рынок иностранной валюты точно таким же путем, как если бы ценные бумаги были куплены.

Равновесие не требует равенства экспорта и импорта; оно требует превышения экспорта или превышения импорта как-раз достаточного,

чтобы покрыть баланс других платежей, следуемых в пользу данной страны или от нее.

Всякий раз, когда покупки или продажи продуктов внешней торговли не балансируются в этом смысле, превышение покупок или продаж будет давить на рынок заграничных векселей и вызывать неблагоприятные или благоприятные тенденции в вексельном курсе. Соответственный рост или падение цен на товары внешней торговли приведет к новому приспособлению спроса и предложения и восстановит равновесие.

Таким образом равновесие, в которому стремится рынок иностранной валюты, есть равновесие уровня цен. Покупательная сила или действительная ценность денежной единицы измеряется величиной, обратной уровню цен; покупательная сила денежной единицы падает или возрастает в той же пропорции, в какой растет или падает уровень, цен. Если покупательную силу денежных единиц двух стран рассматривать в значениях товаров только внешней торговли, то тогда вексельный курс между обеими денежными единицами будет точно приближаться к отношению их покупательной силы, исчисленной таким образом.

Вексельный курс как общее правило “не будет точно равен отношению покупательной силы, так как цены товаров внешней торговли могут разниться в двух странах больше, чем на стоимость транспорта между ними, ибо к стоимости транспорта должны быть прибавлены все те пошлины, которыми импорт и экспорт облагаются в пути.

Приближение вексельного курса к отношению покупательной силы, выраженной в товарах внешней торговли, не зависит от равновесия, достигнутого на рынке иностранной валюты. Оно достигается свободным действием рынка товаров внешней торговли. Даже если равновесие не достигнуто, рынки все же будут препятствовать какой-либо значительной разнице, существующей между ценами одного и того же продукта, выраженными в двух денежных единицах. Вексельный курс должен сам изменяться, чтобы вернуть равновесие, и уровень цен в одной или в обоих странах должен изменяться вместе с ним.

До сих пор мы предполагали, что денежные системы двух стран независимы друг от друга в том смысле, что не существует никаких препятствий для любого изменения—в зависимости от обстоятельств—вексельного курса. Если одна или обе денежные системы представляют собою неразменное бумажное обращение, то это условие выполняется. Но если обе системы представляют золотое обращение, то допущение наше неосуществимо.

Если в каких-либо двух странах можно в любое время получить по предписанной законом цене кредит в обмен на золото и золото в обмен на кредит, то кредит в одной стране может быть превращен в соответствующий вредит в другой с надбавкой не больше, чем стоимость отправки ценности кредита в золоте из одной страны в другую. Если на вексельном рынке за кредиты в одной стране, выраженные в кредите другой страны, просят слишком высокую цену, то торговцы будут обращаться

к вспомогательному методу переводов путем посылки золота. Таким образом вексельный курс колеблется между высшим и низшим пределами. Предел, при котором становится более выгодным экспортировать золото, чем покупать заграничные кредиты, называется «точкой экспорта золота» или «точкой экспорта звонкой монеты»¹; предел, при котором делается более выгодным импортировать золото, чем продавать заграничные кредиты, называется «точкой импорта золота» или «точкой импорта звонкой монеты»². Промежуточная точка, при которой вексельный курс в точности представляет относительное количество золота в двух монетных единицах, называется «вексельным паритетом». Стоимость посылки даже значительного количества золота, включая фрахт, страхование и проценты за время перевозки, составляет сравнительно малую величину в отношении к ценности золота. В мирное время эта стоимость немного превышала 1% для самых далеких перевозок, а в большинство случаев составляла $Va\%$ или меньше, но во время войны страхование от военных рисков и различные ограничения в международных сношениях могут значительно ее повысить. Результатом будет то, что, по крайней мере, в мирное время причины, стремящиеся сделать вексельные курсы благоприятными или неблагоприятными, обнаруживают свои главные действия в импорте и экспорте золота.

Но отношению к рынку иностранной валюты нам нужно применить тот же способ анализа, который мы применяли в главе IV, чтобы показать действие экспансии или сокращения кредита па внутреннем рынке.

Предположим, что экспансия кредита начинает оказывать влияние в стране, находившейся перед тем в состоянии равновесия. Происходит увеличение потребительского дохода и потребительского расхода. Увеличение потребительского расхода частью будет направлено на продукты внутренней торговли, а частью на продукты внешней торговли. Увеличение расхода на продукты внутренней торговли приведет к увеличению доходов производителей этих продуктов, проистекающему частью от увеличившегося отпуска, а частью от более высоких цен, которые получают производители. Увеличение расхода на продукты внешней торговли может быть покрыто до некоторой степени увеличением отпуска со стороны внутренних производителей этих продуктов, но главным образом путем увеличения импорта и путем отказа от экспорта в пользу внутреннего рынка.

Ранее существовавшее равновесие таким образом нарушается. Наступает превышение импорта, подлежащего оплате, и недостаточность экспорта для получения средств оплаты. Рынок иностранной валюты будет добиваться равновесия установлением менее благоприятного вексельного курса. Если денежное* обращение данной страны независимо от

¹ Высшая золотая точка по русской терминологии (переводчик).

² Низшая золотая точка по русской терминологии (переводчик, ').

заграничного денежного обращения, так что любое требуемое приспособление курса возможно, равновесие может быть восстановлено. Общий рост цен, вызванный экспансией кредита, отразится и на ценах иностранных денег, установленных на рынке иностранной валюты и, следовательно, на ценах продуктов внешней торговли. Произойдет общий и приблизительно однообразный рост цен, позволяющий измерить обесценение денежной единицы.

Напротив, когда денежное обращение данной страны связано с денежным обращением заграничных стран употреблением золотой валюты, естественный возврат к равновесию путем изменения вексельных курсов закрыт. Если кредит расширен и не надлежаще раздуты потребительские расходы, будет иметь место превышение импорта. Возникает и некоторый рост цен продуктов внешней торговли, так как все те товары, которые не будут импортироваться, смогут повыситься в цене до точки, при которой импорт начнет оплачиваться. Но в отношении экспортных товаров этот рост не сможет начаться, пока экспорт не будет прекращен. Влияние инфляции на продукты внешней торговли будет ощутимо только в весьма слабой степени в виде роста уровня цен; оно проявится главным образом в пассивном торговом балансе, в увеличении импорта и в уменьшении экспорта. Когда конъюнктура денежного обращения будет такой, которая при иных условиях вызвала бы рост или падение цен, но этот результат предотвращен существованием заграничного спроса или предложения, мы имеем виртуальный рост или падение цен, виртуальное обесценение или вздорожание денежной единицы, точно так же, как в случае с изъятием или добавлением товарных запасов торговцев.

Это предполагает потерю равновесия. В случае виртуального обесценения денег, превышение импорта вызывает недостаток иностранных денег на рынке иностранной валюты, и вексельные курсы поднимаются до высшей золотой точки. В силу этого золото начнет экспортироваться, и вексельные курсы не смогут повышаться дальше; превышение импорта начнет оплачиваться экспортом золота.

Равновесие может быть восстановлено или отказом от золотой валюты и предоставлением виртуальному обесценению денег возможности стать действительным обесценением или путем сокращения кредита до тех пор, пока потребительский расход настолько снизится, что не будет более привлекать чрезмерную долю мирового предложения продуктов внешней торговли.

Точно так же, как экспансия кредита вызывает превышение импорта, так сокращение кредита, уменьшая потребительский расход, вызывает превышение экспорта. При наличии неразменных бумажных денег курсы становятся благоприятными, и равновесие восстанавливается путем ¹

¹ Степень роста может значительно увеличиться, если будут существовать покровительственные пошлины на импорт, более чем достаточные, при нормальных условиях, для совершенного исключения обложенных пошлиной товаров.

падения цен иностранных денег и следовательно продуктов внешней торговли.

При наличии золотой валюты курсы достигнут низшей золотой точки, и начнется прилив золота. Произойдет виртуальное вздорожание, и прилив золота может быть приостановлен только или отказом от золотой валюты и предоставлением иностранным золотым деньгам падать до такой степени, что они будут продаваться с учетом, или путем кредитной экспансии. Но тогда как в случае виртуального обесценения отлив золота, беспрепятственно продолжающийся, эвентуально делает невозможным дальнейшее существование золотой валюты, в случае виртуального вздорожания прилив золота, беспрепятственно продолжающийся, будет эвентуально наводнять страну деньгами, будет препятствовать всякому ограничительному регулированию кредита и должен будет привести к экспансии кредита, требуемой для восстановления равновесия на золотом базисе.

Равно и при неразменных бумажных деньгах может быть некоторое виртуальное обесценение или вздорожание денег; может быть такой промежуток времени, когда влияние сокращения или экспансии кредита скажется не на вексельном курсе, но на платежном балансе. Различие в платежном балансе, которое может быть покрыто постоянными торговцами на рынке иностранной валюты из их балансов, будет вероятно небольшим. Но по временам вмешиваются спекулянты и освобождают постоянных торговцев от избытка остатков тех или иных денег, или торговцы сами могут пожелать заняться спекуляцией.

Теперь должно быть ясно, что необходимо быть осторожным при объяснении благоприятного или неблагоприятного движения вексельных курсов через благоприятный или неблагоприятный торговый баланс. Экспансия кредита вызывает неблагоприятный платежный баланс; сокращение кредита, напротив, вызывает благоприятный баланс. И в том и в другом случае изменение баланса является не больше, чем симптом. И без сомнения, баланс, о котором идет речь, есть всегда платежный баланс, но не торговый баланс в смысле разницы между экспортом и импортом материальных благ.

Вообще существование непокрытого баланса на той или иной стороне является признаком того, что вексельные курсы, установленные на рынке, не находятся в соответствии с положением денежного обращения. Превышение импорта есть показатель того, что рынок иностранной валюты недооценивает иностранные деньги, курсы слишком благоприятны. Превышение экспорта свидетельствует, что рынок переоценивает иностранные деньги; курсы недостаточно благоприятны. Каждое расхождение вызывает движение по направлению к точке равновесия путем выправления курсов.

О другой стороны, платежный баланс может быть нарушен другими причинами, и точка равновесия может вследствие этого переместиться. Предположим, например, что происходит уменьшение отпуска продуктов

внешней торговли, которое может быть вызвано, положим, уменьшением урожая в стране, экспортирующей зерно. В этом случае влияние на вексельные курсы кажется с первого взгляда простым и непосредственным. Из общей суммы платежей, следуемых из-за границы, выпадает одна крупнейшая статья, равновесие нарушается, и курсы должны быть неблагоприятны.

Но более близкое рассмотрение покажет, что дело не так просто, как кажется. Непосредственным результатом неурожая явится уменьшение доходов сельскохозяйственного населения, а следовательно, и всего потребительского дохода в целом. Это снижение потребительского дохода будет сопровождаться и снижением потребительского расхода. Потребительский расход направляется частью на продукты внутренней торговли, а частью на продукты внешней торговли. Сокращение потребительского расхода в целом будет означать также и сокращение расхода на товары внешней торговли, что отчасти — хотя и не вполне — защитит рынок иностранной валюты от влияния сокращения экспорта этих товаров.

Однако баланс остается пассивным и должен быть покрыт на рынке иностранной валюты; но тем временем произойдет реакция в остальных частях хозяйственной системы, т. е. в отпуске и потреблении продуктов внутренней торговли.

Так, если сокращение расхода на продукты внешней торговли есть только часть сокращения потребительского расхода в целом, то должно произойти некоторое сокращение затрат и на продукты внутренней торговли. Спрос на товары внутренней торговли должен поэтому упасть ниже предложения. Потребительский доход извлекается частью от внешней торговли, а частью от внутренней торговли¹ и при условии равновесия затраты на каждую группу продуктов должны уравнивать доход, получаемый от этой группы. Предполагаемое нами нарушение опрокидывает баланс в обоих случаях. Затраты превышают доходы в отношении продуктов внешней торговли и опускаются ниже дохода в отношении продуктов внутренней торговли.

В отношении продуктов внутренней торговли сокращение затрат будет стремиться прямо обратиться в сокращение доходов. Поскольку речь идет о материальных продуктах, различие между доходом и затратами временно может существовать. Превышение выпуска над спросом может войти в запасы торговцев и будет оценено в балансе по текущим ценам, как будто бы оно целиком было продано. Но это не может продолжаться долго, так как накопление запасов будет вызывать уменьшение производства и снижать цены. Но поскольку продукты принимают форму оказанных услуг, не может быть накопленных запасов, и сниже-

¹ Мы можем рассматривать все доходы происходящими из производства некоторых благ. Всякая статья дохода, которая не получена в возмездие за некоторые оказанные услуги или некоторое содействие производственному процессу, может быть рассматриваемая как извлекаемая за счет первого и должна быть оплачена из доходов, получаемых в производственном процессе.

ние в затратах должно сопровождаться равным и одновременным уменьшением доходов тех, кто оказывает эти услуги.

Поэтому к сокращению потребительских доходов, проистекающих непосредственно из недостаточности выпуска товаров внешней торговли, должно быть добавлено дальнейшее снижение за счет уменьшения оборотов торговцев продуктами внутренней торговли. При уменьшении их доходов и затраты их также будут уменьшаться, и это даст в результате уменьшение затрат на продукты как внутренней, так и внешней торговли.

Уменьшение затрат на продукты внешней торговли является самым шагом в восстановлении равновесия на рынке иностранной валюты, но снижение затрат на продукты внутренней торговли углубляет потерю равновесия на рынке для этих товаров и дает начало новому циклу падения доходов и падения затрат.

Сущность процесса состоит в том, что до тех пор, пока спрос превышает предложение на рынке продуктов внешней торговли, предложение будет превышать спрос на рынке продуктов внутренней торговли, поэтому соответствующее «отягощение» депрессии на этом рынке должно в конце концов снизить потребительские затраты в целом до такой степени, что затраты на продукты внешней торговли не будут больше превышать дохода, получаемого от этих продуктов. Только тогда доход и затраты в области продуктов внутренней торговли станут опять равными.

До сих пор мы не принимали в расчет возможных изменений неистраченного запаса. Снижение потребительских доходов сопровождается снижением потребительских затрат, но это не будет равным снижением. Когда потребительские доходы снижаются, потребительские расходы вообще не падают одновременно в равной степени. Население не приспособляет немедленно своих расходов к своим уменьшившимся доходам, но временно извлекает средства из запаса. Существует промежуток времени, в течение которого потребительские затраты превышают потребительский доход и потребительские запасы сокращаются на величину этого превышения.

Замедление снижения потребительских затрат поддерживает спрос на несколько более высоком уровне, чем это допускалось бы уменьшившимся потребительским доходом. Ослабление производства и депрессия цен продуктов внутренней торговли будут меньше, чем это должно было бы быть при иных условиях. Снижение затрат на продукты внешней торговли также будет меньшим, и пассивный баланс, подлежащий уплате через рынок иностранной валюты, будет большим.

Сумма, на которую уменьшаются в какой-либо период времени потребительские остатки, войдет в состав остатков торговцев. Торговцы как класс не захотят при уменьшившихся оборотах держать увеличившийся остаток наличных денег. Те, которые торгуют товарами внутренней торговли, во всяком случае, найдут свои кассовые остатки не

возросшими, но уменьшившимися, потому что они встретят сокращение спроса.

Если мы на один момент сбросим со счетов возможное ограничение кредита или изменение в общей сумме банковских ссуд, то общая сумма, на которую уменьшаются наличные остатки как у потребителей, так и у торговцев продуктами внутренней торговли, будет прибавляться к наличным остаткам у торговцев продуктами внешней торговли.

Но эти торговцы станут должниками по пассивному торговому балансу на рынке иностранной валюты; они передадут добавочные наличные деньги, которые они получают, торговцам иностранными векселями. Вексельные курсы вследствие этого станут неблагоприятными.

Дальнейшее развитие событий зависит от принятой денежной системы, т. е. от того, будет ли данная страна принадлежать к группе стран с золотой валютой или она будет иметь независимое бумажно-денежное обращение. В первом случае торговцы слитками используют выгоду неблагоприятных курсов, покупая золото, продавая его за границу за иностранные деньги и предлагая эти иностранные деньги торговцам иностранными векселями. Избытки денежных запасов торговцев иностранными векселями перейдут поэтому к торговцам слитками, которые по всей вероятности направят их на уплату банковских ссуд, полученных для целей скупки золота¹. Благодаря этому процессу избыток наличных денег будет действительно погашен, и неистраченный запас уменьшится на эту сумму.

Существует три различных процесса, ведущих к равновесию, и все три должны быть выполнены для обеспечения равновесия: 1) затраты на продукты внутренней торговли уменьшаются и тянут за собой доходы, подучаемые от продуктов внутренней торговли; 2) уменьшение потребительских затрат переходит в уменьшение затрат на продукты внешней торговли и 3) неистраченный запас уменьшается. До тех пор, пока уменьшение неистраченного запаса прогрессирует, другие два процесса будут за па з д ы в а т ь , так как потребительские затраты, будут расширяться за счет расходования запасов. Когда равновесие будет, наконец, достигнуто, потребительские доходы и потребительские затраты будут равны. И доходы и расходы будут уменьшены на сумму, слагающуюся из первоначального уменьшения потребительских доходов, вызванного сокращением урожая, и соответственного уменьшения доходов, получаемых от продуктов внутренней торговли. Для равновесия необходим такой размер общего снижения потребительских затрат, чтобы часть, употребляемая на продукты внешней торговли, была достаточной для сбалансирования отпуска этих продуктов.

Если бы пропорция, по которой потребительские затраты распределяются между этими двумя группами продуктов, оставалась неизмен-

¹ Можно свободно занимать золото, и торговцы слитками привыкли совершать сделки более широко в пропорции к их собственному свободному капиталу.

ной, то можно было бы сказать, что равновесие требует точно такого же пропорционального снижения доходов от продуктов внутренней торговли, какое имело место в отношении доходов от продуктов внешней торговли, например, если отпуск продуктов внешней торговли падает на 10%, то доход, получаемый от продуктов внутренней торговли, должен был бы также упасть на 10%. Первое было бы главным образом снижением в количестве¹, а второе, по крайней мере, эвентуально, снижением в цене. Результатом должно быть снижение на 10% потребительского дохода, похреотительского расхода в целом и расхода на продукты внешней торговли.

Но по различным причинам можно ожидать, что пропорция, согласно которой потребительские затраты делятся между продуктами внешней и внутренней торговли, будет изменяться. Но-первых, падение цен на продукты внутренней торговли будет иметь тенденцию отвлекать спрос от продуктов внешней торговли, цены которых в основном остаются неизменными. Но-вторых, депрессивное состояние рынков продуктов внутренней торговли может, до некоторой степени, направить производительные силы в сторону производства продуктов внешней торговли (хотя в случае чисто временного нарушения, подобного рассматриваемому нами, это могло бы произойти только в очень ограниченной степени). В-третьих, и что является наиболее важным, изменились бы движения капитала. Страна помещает капитал за границу из своих излишков и инвестирует оолыне тогда, когда ее прибыли являются наибольшими. Вели по какой-либо причине произойдет сокращение прибылей, то не только инвестиции за границей упадут в большей пропорции, чем какая-либо другая статья затрат, но страна вероятно будет готова получить большую поддержку от иностранного капитала, чем обычно. Будет ли страна при нормальных условиях займодавцем или должником на рынке иностранных инвестиций,— общий эффект будет один и тот же. Разрыв между экспортом и импортом будет частично заполнен движением капитала, а суровость сжатия, вызываемого этим разрывом на рынках продуктов внутренней торговли, будет облегчена.

При предполагаемых нами условиях все требуемое снижение неистраченного запаса было бы достигнуто посредством экспорта золота. Но если бы имело место сокращение кредита, то *это* было бы не так.

Потеря золота сама по себе имела бы тенденцию вызвать сокращение кредита, так как страна не в состоянии терять неограниченное количество золота. Внутренняя потребность в денежном обращении может быть удовлетворена бумажными деньгами, но бумажные деньги

¹ Цены продуктов внешней торговли не являются абсолютно фиксированными. Если продукт, который раньше импортировался, начинает экспортироваться, то его цена должна будет упасть на сумму, равную издержкам транспорта от прежнего источника снабжения плюс издержки транспорта до нового рынка сбыта (а возможно также плюс импортная пошлина). Возможны а промежуточные вариации цены.

должны быть разменны и должны быть обеспечены соразмерным золотым резервом. Если золотой резерв достигает уровня, который требуется соображениями благоразумия или политики, то потеря золота уменьшит его ниже этого уровня." Единственным средством явится сокращение кредита. Можно ожидать, следовательно, что, поскольку потеря золота сделается ощутимой, будет иметь место некоторое сокращение кредита или замедление выдачи ссуд банками, что ускорит уменьшение потребительского дохода и потребительских затрат. Но производители продуктов внешней торговли все еще получают мировые цены, и на их выпуск не повлияет сокращение кредита, разве только их продажи внутри страны упадут и они будут увеличивать на сколько возможно свои продажи за границу¹. Сокращение потребительских доходов проистекает от уменьшения отпуска и снижения цен продуктов внутренней торговли. Соответственное снижение потребительских затрат распределяется между продуктами внутренней и внешней торговли. Снижение затрат на продукты внешней торговли в соединении с увеличением экспорта и является фактором, благоприятствующим равновесию.

Таким образом ограничение кредита дает кратчайший путь к достижению равновесия. Уничтожением части неистраченного запаса избегается необходимость экспорта равной суммы золота. Кредит может быть так приспособлен, что будет совершенно избегнут какой бы то ни было экспорт золота. Но так как новое состояние равновесия будет заключать в себе меньший неистраченный запас в соответствии с уменьшенными потребительскими доходами и потребительскими затратами, то естественно должно быть допущено некоторое уменьшение количества золота.

Нам остается еще рассмотреть случай, когда денежная система данной страны не связана через золотую валюту с денежными системами заграничных стран, но независима от них, как, например, в случае наличия в этой стране неразменного бумажноденежного обращения. В этом случае, как и прежде, если не происходит сокращения кредита, избыток наличных денег, затраченных потребителями, будет передан коммерсантами торговцам иностранными векселями, но он не сможет быть получен в золоте; торговцы будут устанавливать все более и более высокие курсы па иностранные деньги. Результатом этого будет рост цен на продукты внешней торговли. Доход, получаемый от продуктов внешней торговли, будет соответственно возрастать, и в то же самое время потребление продуктов внешней торговли будет задерживаться. Общей тенденцией будет восстановление равновесия без какого-либо сокращения потребительского дохода или потребительских затрат, или неистраченного запаса, по при росте цен особенно или, быть может, единственно только на продукты внешней торговли. Устойчивость вексельных курсов будет принесена в жертву, но, и с другой стороны, будет избегнута депрессия на рынках продуктов внутренней торговли.

¹ Это положение не является абсолютно правильным без всяких исключений. См. гл. IX.

Таково будет положение дел при предположении, что не предпринимается никаких активных мер в направлении контроля кредита. Соответственным сокращением кредита было бы возможно понизить неблагоприятное движение вексельных курсов и рост цен товаров внешней торговли до любых желательных пределов. Совершенно осуществимо, при отсутствии золотой валюты, предупреждение неблагоприятного движения курсов или роста цен. Сокращение кредита может быть так проведено, чтобы снизить сразу потребительские доходы и потребительские расходы полностью до требуемой степени и осуществить необходимое снижение затрат на продукты внешней торговли без всякого роста цен.

В предыдущем анализе мы исходили из предположения, что отпуск продуктов внешней торговли уменьшился благодаря недостаточному урожаю. Но то же приложимо и ко всяким другим причинам пассивного баланса, за исключением тех, которые связаны с денежной системой страны. Такой причиной может быть, например, сокращение производства, вследствие различных неурядиц в промышленности или природных бедствий.' Или может произойти временное увеличение с п р о с а на некоторые виды *продуктов внешней торговли*. Тот же анализ приложим *mutatis mutandis* ко всяким причинам, за исключением лежащих в сфере денежного обращения, активного платежного баланса, каковыми могут быть, например, обильный урожай или исключительный заграничный спрос на продукт данной страны.

Кроме того, нарушение баланса может проистекать из движений капитала. Предположим, что производится заемная операция в одной стране для снабжения капиталами предпринимательской деятельности в другой стране. Кредиты от подписчиков на заем собираются вместе в первой стране и поступают в распоряжение заемщиков, которые, прежде чем использовать эти кредиты, должны обменять их на кредиты в своей стране. Дело происходит так, как если бы ценные бумаги, приобретаемые заимодавцами, были продуктом внешней торговли и затраты на продукты внешней торговли увеличились бы на сумму стоимости этих бумаг.

Подписчики на заем доставляют необходимые средства путем ограничения своих расходов как на продукты внутренней торговли, так и на продукты торговли внешней. Отсюда следует, что сжатие затрат на продукты внутренней торговли и доходов, получаемых от них, было осуществлено в сфере затрат на продукты внешней торговли. В промежуток до достижения равновесия, золото должно экспортироваться, но восстановление равновесия может быть ускорено путем сокращения кредита. Сокращение кредита уменьшает потребительские затраты, делает данную страну менее благоприятным рынком для импорта и других продуктов внешней торговли и тем самым направляет избыток экспорта, достаточный для возмещения бремени, налагаемого на рынок иностранной валюты произведенной заемной операцией. В то же время в стране, получившей заем, должен произойти противоположный процесс. Суммы, вырученные от займа, будут уплачены населению, занятому на работах, для которых

был предназначен заем, и, попав в руки населения, явятся дополнением к потребительскому доходу. Это даст в результате увеличение затрат частью на продукты внутренней торговли, а частью на продукты внешней торговли. Должно произойти расширение затрат на продукты внутренней торговли и доходов, получаемых от этих продуктов, до тех пор, пока соответствующее увеличение не направится на затраты на продукты спешней торговли. Золото будет импортироваться, или равновесие может быть ускорено расширением кредита, которое увеличит потребительские затраты, увеличит импорт и тем самым будет облегчено бремя, возложенное на рынок иностранной валюты.

Равновесие достигается, когда кредитующая страна использует суммы, вырученные по займу на относительное увеличение экспорта, а занимающая страна получает эти суммы в виде относительного превышения импорта. Это не значит, что кредитующая страна посылает товары непосредственно в занимающую страну. Каждая страна достигает требуемого приспособления в процессе своих торговых сношений с мировыми рынками. Кредитующая страна может уменьшить импорт, так же как и увеличить экспорт; страна, выпускающая заем, может уменьшить экспорт, так же как и увеличить импорт.

Когда вся выручка по займу будет в результате этого процесса целиком переведена, рынок иностранной валюты вернется к тому положению, которое имело место до начала операций по займу. Курсы снова должны стать благоприятными для кредитующей страны и неблагоприятными для страны занимающей. Золото будет стремиться переходить из последней в первую, но если будет иметь место достаточно быстрое сокращение кредита в одной стране и расширение его в другой, то тем самым всякое действительное передвижение золота будет предотвращено.

Часто случается, что исключительный объем заграничного кредитования или экспорт капитала приводит хотя и к небольшому, но все же напряжению на рынке иностранной валюты, которое является результатом исключительно выгодной торговли. Если выгодная торговля вызвана необычайной производительностью (например, хорошим урожаем) или благоприятным положением рынков за границей, то она вызовет благоприятную тенденцию курсов, и экспорт капитала в таком случае поможет восстановить равновесие. С другой стороны, все дела могут стать белее выгодными, благодаря простой экспансии кредита без всякого возрастания экспортных ресурсов. Покупка иностранных ценностей в таком случае будет трать свою роль, вместе с дополнительной покупкой продуктов внешней торговли, в создании пассивного платежного баланса.

До сих пор мы рассматривали временные нарушения платежного баланса. Но и перманентные изменения совершенно аналогичны с тем исключением, что они не сопровождаются никакой реакцией. Недостаточный урожай создает неблагоприятные курсы и приводит к необходимости сокращения кредита, если деньги должны быть спасены от обесценения. Если следующий сезон принесет благоприятный урожай, курсы

станут благоприятными, и кредит опять может быть расширен. Если снабжение некоторыми экспортными продуктами, от которых существенно зависит благосостояние страны, иссякнет, то необходимо сокращение кредита для спасения денег от обесценения, но при этом не будет последующего благоприятного случая для экспансии. Отношение между уровнем цен на продукты внутренней торговли и на продукты внешней торговли перманентно изменяется. Точно так же, когда способность страны производить продукты внешней торговли перманентно усиливается, кредитная экспансия будет повышать цены продуктов внутренней торговли соотносительно ценам продуктов торговли внешней.

Как цены продуктов внутренней торговли, так и заработная плата будет понижаться при сокращении кредита и повышаться при экспансии. Когда экспортная способность страны увеличивается, проистекающий отсюда излишек экспорта может быть ослаблен экспансией кредита, так как благодаря этому заработная плата и издержки производства возрастут. Когда экспортные возможности падают, то сокращение кредита уменьшает заработную плату и издержки производства и восстанавливает равновесие.

Таким образом в каждой стране отношение уровня цен на продукты внутренней торговли и уровня цен на продукты торговли внешней зависит от ее экспортных возможностей. Страна, которая очень богата некоторыми естественными экспортными продуктами, может сосредоточить на их производстве все свои производительные ресурсы. Заработная плата будет иметь тенденцию стать достаточно высокой, чтобы сделать невыгодным производство всякого товара, который может быть импортирован по умеренной цене. Цены продуктов внутренней торговли будут находиться в соответствии с заработной платой, тогда как цены на продукты внешней торговли должны, как всегда, соответствовать мировым ценам.

«Экспортные возможности» не являются единственным фактором. Тот же эффект получается от владения заграничными вложениями капитала, проценты и дивиденды по которым дают право на импорт без всякого соответственного экспорта. То же происходит от международной торговой деятельности, которая дает стране торговую прибыль за счет других стран. Всякое условие, которое дает стране силу на внешних рынках, этими путями приводит к росту уровня цен внутренней торговли и уровня заработной платы по отношению к уровню цен внешней торговли. И всякое условие, которое ослабляет положение страны на внешних рынках, даёт противоположный эффект, будет ли это недостаток экспортных возможностей, задолженность по процентам на иностранный капитал или уплата прибылей иностранным купцам. В первом случае будет иметь место виртуальное вздорожание денег, а в последнем — виртуальное обесценение. Здесь мы имеем потерю равновесия, которое может быть восстановлено в одном случае экспансией кредита, а в другом случае его сокращением.

Таким образом должно быть очевидно, что уровень цен сам должен приспособляться ко многим влияниям не-д-е-и-е-ж-н-о-г-о порядка. Эти влияния должны быть приняты во внимание при приложении принципа паритета покупательной силы, так искусно изложенного проф. Касселем. Коротко говоря, этот принцип заключается в том, что вексельные курсы изменяются пропорционально уровням цен в странах, к которым они относятся. Маршалл, беря курс между Англией и Россией как типичный случай, когда денежное обращение не имеет общего металлического базиса, говорит, что «когда торговля находится в равновесии, то золотая цена рубля должна быть зафиксирована точно в соответствии с отношением золотых цен в Англии к ценам в рублях в России». («Evidence before the Gold and Silver Commission», вопрос 10 226, 23 января 1888 г.). Но это не есть в точности доктрина проф. Касселя. Маршалл, как ясно видно из контекста, думал только об уровне цен на продукты внешней торговли, ибо он высказал свой тезис, показывая, что рынок должен немедленно исправлять всякое различие в ценах на один и тот же товар в двух странах.

Как мы уже видели, ценность денег на рынке иностранной валюты очень близка к точной пропорции их действительной ценности или покупательной силе в значениях продуктов внешней торговли. Но если покупательная сила будет измерена в значениях всех видов продуктов, то это не будет так, потому что может быть широкое расхождение между уровнями цен на продукты внутренней торговли в двух странах. Соответственно, проф. Кассель ограничивает свой принцип утверждением, что изменение вексельных курсов между двумя странами в общем следует пропорциональному изменению их уровней цен. И он осторожно ограничивает так изложенный принцип, указывая, что разнообразие обстоятельств может вызвать отклонение вексельного курса от этого пропорционального изменения.

Наш анализ позволяет нам точно видеть, как происходят подобные отклонения. Всякое нарушение платежного баланса должно быть исправлено изменением отношения между уровнями цен на продукты торговли внутренней и на продукты внешней торговли или, как их часто называют, — внутренним и внешним уровнями цен. Это должно быть так, независимо от того, будет ли это изменение временным или перманентным.

Учение о паритете покупательной силы играло большую роль в недавние годы как корректив к весьма распространенной тенденции приписывать все движения вексельных курсов нарушениям платежного баланса. В действительности эти нарушения обычно принимают за нечто много меньшее, чем причины денежного характера, а причины денежного характера сами опрокидывают платежный баланс. Экспансия кредита привлекает излишек импорта, сокращение кредита создает превышение экспорта, и необходимы последующие тенденции в развитии вексельных курсов, неблагоприятные в первом случае и благоприятные в последнем, для смягчения этого превышения. Это достигается путем приведения

ценности денежной единицы, установленной на рынке иностранной валюты, в соответствие с ее подлинной ценностью или покупательной силой.

Когда мы говорим об уровне цен или о действительной ценности денежной единицы, мы бессознательно предполагаем функционирование рынков. Только на рынке продукт может иметь совершенно определенную цену. Рынки являются необходимой частью экономической системы, как мы ее знаем. Тем не менее, они иногда разрушаются под влиянием различных обстоятельств. Когда мы говорим, что рынки разрушены, то мы этим хотим сказать, что создались условия, при которых товар может быть продан по весьма различным ценам в одно и то же время или в одном и том же месте, или местах, между которыми он легко может быть транспортирован. Это возможно потому, что внутреннее сообщение между покупателями и продавцами, которое при обычных условиях сглаживает все эти неравенства, стало невозможным, или потому, что мнение о ценах, при которых спрос и предложение могут уравновеситься в ближайшем будущем, становится таким неустановленным, что сделки в один момент не имеют никакой определенной связи со следующими сделками.

При этих условиях цены на продукты внешней торговли перестают управляться мировыми ценами. Форсированные продажи по разорительно низким ценам могут на время не допускать обнаружения какого-либо опроса из-за границы и не окажут* благоприятного влияния на курсы. Спрос на импортные товары по фантастически высоким ценам может не привлечь заграничных предложений, и потому обесценение денег не может получить отражения на рынке иностранной валюты.

Или еще, когда имеет место отказ от золотой валюты и деньги обесцениваются, то следствием этого будет снижение издержек производства в значениях иностранных денег. Но снижение издержек может оказаться недостаточным фактором стимулирования экспорта просто потому, что благоприятные возможности получения исключительной прибыли еще недостаточно широко известны, или потому, что требуемая организация транспорта и сбыта еще не может быть создана. Результатом этого может быть то, что экспортные товары будут проданы много ниже мировых цен и общая ценность экспорта, выраженная в иностранных деньгах, временно может понизиться вместо того, чтобы возрасти. Поскольку дело касается экспортной торговли, почти ничего не может быть сделано для восстановления равновесия платежного баланса. Такое разрушение рынков должно привести к величайшему обесценению денег; рынок иностранной валюты сам мог бы быть разрушен, если бы не было возможно получить на каких-либо условиях иностранные деньги для расплаты по накопившимся долгам за импорт или по другим обязательствам.

Мы исследуем более детально феномен неустойчивых денег в главах XIV и XV.

ГЛАВА VI

ЭМИССИОННЫЕ СИСТЕМЫ

Ознакомившись с основными принципами теории вексельных 'Курсов, мы можем *вернуться* к рассмотрению *вопроса о регулировании* кредита и денежного обращения с того пункта, на котором мы ранее остановились.

В главе IV мы показали, что пользование бумажными деньгами наилучшим образом может быть регулируемо на основе банковских принципов и что наиболее подходящим органом правительства для этой цели является центральный банк, обладающий монополией на эмиссию банкнот, являющихся законным платежным средством. Исключительное право создавать средства, которыми могут быть вполне законно погашаемы долги, не может быть предоставлено частному учреждению или даже государственному банку. Это 'право, вместе с сопутствующей ему возможностью контролирования всей кредитной системы, должно быть ограничено тщательно продуманными законными или, по крайней мере, административными гарантиями.

Одной из таких гарантий, которая всюду господствует, хотя редко остается в силе при затруднительных обстоятельствах, является обязательство размена банкнот на драгоценные металлы. Исторически употребление сначала банкнот, а потом бумажных денег было введено как дополнение к металлическим деньгам. Эмиссионное учреждение было обязано оплачивать банкноты звонкой монетой по требованию. Потом оказывалось, что обстоятельства, непредвиденные и необъяснимые, сметали металлические резервы и делали невозможным дальнейшее выполнение *этого* обязательства. Печальный *опыт доказал, что нельзя полагаться* в данном случае на благоразумие центрального банка, когда меры, необходимые для поддержания разменности банкнот, остаются ненадкреплёнными каким-либо авторитетным руководством. Следствие этого имело место обращение к различным планам ограничения произвола эмиссионного учреждения и в частности к законам, предписывающим, что банкноты должны быть обеспечены золотыми резервами.

В настоящей главе мы займемся исследованием различных соотношений, которые могут быть установлены законом или практикой между золотым запасом, с одной стороны, и количеством эмиттируемых бумажных денег, с другой. Так как банкиры регулируют кредит соответственно их запасам законных платежных средств, то это должны быть такие отношения, которые в конце концов определяли бы влияние 'золотого запаса на экспансию или сокращение кредита.

Необходимо припомнить, что главная масса спроса на законные платежные средства предъявляется для выплаты заработной платы. Деньги золотые, серебряные или бумажные, номинальное достоинство которых

для этой цели было бы слишком велико, не удовлетворяли бы спроса. В средние века, когда подмастерье получал 4 пенса в день, опытный каменщик—3 пенса, а рабочий $1\frac{1}{2}$ или 1 пенс, единственной английской монетой в течение долгого времени был серебряный пенс, который по размеру соответствовал приблизительно современной трехпенсовой монете. В четырнадцатом столетии чеканилось некоторое количество золота для удобства купцов, но мерилом неизменно оставалось серебро, и даже в серебре стандартная монета была очень мала. В Англии перед войной самой мелкой купюрой бумажных законных платежных знаков была банкнота Английского банка в 5 фунтов стерлингов, а заработная плата выплачивалась золотом или вспомогательными серебряными деньгами. Во Франции перед войной самой мелкой купюрой была банкнота в 50 франков. Она равнялась приблизительно 2 фунтам стерлингов и была более приспособлена к розничным сделкам и выплатам заработной платы, чем английская пятифунтовая банкнота, но тем не менее для обращения требовалось значительное количество золотых монет по 10 и 20 франков, так как обладающие неограниченной платежной силой серебряные пятифранковые монеты были слишком громоздки для крупных платежей. Соединенные штаты, напротив, всегда были страной с бумажноденежным обращением, где билеты достоинством до одного доллара обычно циркулировали в обращении.

Золото может требоваться для какой-либо одной или же **ря** всех из трех следующих различных целей. Оно может требоваться или **ря** обращения в виде монет, или в виде резервов, обеспечивающих обращение бумажных денег, или для экспорта за границу. Два первых источника спроса на золото зависят от закона, регулирующего денежное обращение. Если закон не допускает бумажных денег ниже определенного достоинства и если это достоинство слишком высоко **ря** довольно значительной группы платежей сверх тех, для которых приспособлены вспомогательные серебряные деньги, тогда будут обращаться и золотые монеты, и спрос на законные платежные средства будет, по крайней мере в части, выражаться в спросе на золотые монеты. Поскольку спрос может быть покрыт выпуском бумажных денег, добавочный запас золота может быть все же необходимым в том случае, если—как обычно бывает—закон устанавливает определенное соотношение между суммой выпущенных бумажных денег и суммой золота, находящегося в резерве для покрытия выпущенных бумажных денег. Важно всегда помнить, что эти требования предписаны законом и могут быть изменены законом. Если по закону не допускаются банкноты достоинством ниже 5 фунтов стерлингов или 50 франков, то законодательная власть может изменить это в любой момент и установить выпуск банкнот достоинством в 10 шиллингов или 5 франков. Если эмиссия банкнот ограничена некоторым отношением к золотому резерву, законодательная власть может приостановить действие этого ограничения.

В конце концов только спрос на 'золото для экспорта не может быть

регулируем изменениями закона. Спрос на золото для экспорта возникает тогда, когда курс на границу достигнет высшей золотой тонки. Вследствие этого для всякого, кто имеет или может получить сколько-нибудь значительные суммы в золоте, становится выгодным послать его за границу, и на практике торговцы слитками и валютные арбитражеры будут оказывать этому всяческое содействие, предвидя, что рыночная цена золота не превысит его чеканной цены. Чеканная цена определяет ценность счетных денег в золоте; до тех пор, пока это равенство точно соблюдается, золотая валюта сохраняется; всякий раз, когда рыночная цена золота отклоняется в какой бы то ни было степени от чеканной цены, золотая валюта в такой же степени нарушается. До тех пор, пока бумажные деньги действительно по первому требованию могут быть разменены на золото, а банковые кредиты — на бумажные деньги, рыночная цена золота будет действительно ниже чеканной цены, так как всегда имеется продавец по этой цене. Если кредиты не могут быть превращены по требованию в золото, тогда цена золота может во всякое время подняться выше чеканной цены.

Система денежного обращения, основанного на золотой валюте, при современных условиях имеет две главнейшие разновидности — первая, основанная на накоплении и поддержании достаточного золотого резерва, чтобы обеспечить неизменную разменность банковских кредитов и бумажных денег, на золото, и вторая, основанная на регулировании ценности денежной единицы путем расширения или сжатия кредита, в зависимости от обстоятельств. Вторая более основательна. Экспорт золота является сигналом, что ценность денежной единицы упала виртуально или действительно ниже того пункта, при котором поддерживается равновесие вексельных курсов, независимо от того, вызвано ли это падение чрезмерной кредитной экспансией или некоторыми другими причинами, как, например, уменьшением количества экспортных товаров. Средством против обесценения денежной единицы является сжатие кредита. Если это средство не будет применено, золото может начать экспортироваться, а вексельные курсы все еще могут оставаться неблагоприятными, ибо до тех пор, пока количество покупательной силы в обращении остается чрезмерным, ценность денежной единицы, как это следует из количественной теории, будет оставаться пониженной. В этом случае никакой золотой резерв не будет достаточен, чтобы обеспечить разменность. С другой стороны, если кредит соответственно регулируется, отлив золота может быть приостановлен, и необходимо только иметь такой запас золота в стране, который покрыл бы максимально возможный спрос для экспорта в промежуток времени от начала отлива золота и до момента, когда шаги, направленные на сокращение кредита, начнут оказывать свое действие. К этому вопросу мы вернемся еще позднее. Здесь же мы рассмотрим только различные системы, которые применяются для накопления и регулирования золотых запасов.

Существуют некоторые эмиссионные системы, которые соверш^нчн^н

но требуют никакого регулирования, действуя абсолютно автоматически. В Соединенных штатах население предпочитает бумажные деньги золоту. Золото, предназначенное для обращения, не переходит из рук в руки, но депонируется в казначейство в обмен на «золотые сертификаты». Казначейство отнюдь не призвано проявлять в этом деле то или иное усмотрение; оно только получает и хранит золото, а золотые сертификаты в обращении в точности соответствуют хранимому золоту. До тех пор, пока требуется, сертификаты являются деньгами для внутренних платежей; они переходят из рук в руки и все время остаются в обращении. Как скоро возникает нужда в золоте для экспорта, сертификаты предъявляются в казначейство, и взамен их получается золото. Во всяком случае и очень много сертификатов было предъявлено, золото несомненно всегда находится в наличии. Можно полагать, что эта система золотых сертификатов ничем почти не отличается от системы обращения золотых монет, кроме просто больших или меньших удобств иметь на руках бумажные деньги вместо монет. Но здесь имеется только та разница, что при каких-либо критических обстоятельствах билеты могут перестать быть просто золотыми сертификатами; некоторое количество золота, которым были обеспечены эти билеты, может быть обращено на другие цели, или могут быть выпущены новые билеты в обращение без того, чтобы их эквивалент в золоте был добавлен к резерву. Это может не находиться в соответствии с законом, но закон может быть изменен или, в крайнем случае, отменен.

В Соединенных штатах подобная мера по всей вероятности не могла бы быть узаконена при всяких обстоятельствах. Золотой сертификат рассматривается как расписка на вклад золота, но не как долговой документ, и отказ возвратить депонированное золото был бы нарушением доверия. Но даже там сертификат дает права держателю не на какой-либо объект золота, но только на условленное количество его. Н до тех пор, пока казначейство фактически всегда выдает условленное количество золота по требованию, было бы трудно утверждать, что обращение части его золотого запаса на другие цели является нарушением его обязательств перед держателями сертификатов, которые не испытывают от этого никакого ущерба.

С декабря 1919 г. золотые сертификаты являются законным платежным средством. Это крупный шаг в направлении признания их бумажными деньгами с существованием, независимым от золота, которое они представляют.

Но каково бы ни было законное или моральное положение в Соединенных штатах, не существует теоретических препятствий к созданию банкнотной эмиссии, согласно требованиям закона, полностью обеспеченной золотом, и в то же время, на основании дополнительных узаконений при чрезвычайных обстоятельствах, к использованию части золота.

Само собой разумеется, что во время кризиса золотое монетное обращение может быть дополнено новым выпуском банкнот, если банкноты

могут быть изготовлены и напечатаны во-время и если население будет склонно принимать их. Обращение золотых монет предполагает косвенный золотой резерв, который может быть извлечен по мере того, как бумажные деньги замещают золото в обращении. Но замещение золота бумажными деньгами может продолжаться значительное время. Банки могут заключить соглашение производить платежи исключительно бумажными деньгами и помещать все золото, которое они получают в процессе своих операций, в центральный резерв в обмен за бумажные деньги, получаемые банками из этого резерва. Банки по всей вероятности не будут этого делать, если для них окажется более выгодным удерживать золото у себя в надежде, что оно позднее получит премию, но даже и в том случае, если банки придут к этому соглашению, большое количество золотых монет в стране может и не пройти через их руки. Человек, который слишком беден, чтобы иметь счет в банке, и держащий свои наличные деньги дома, будет, вероятно, оставлять небольшой почти неприкосновенный запас золотых монет неделю за неделей, месяц за месяцем, быть может, даже год за годом. И только, когда наступят те обстоятельства, для которых был предназначен этот запас, накопленные деньги будут действительно затрачены. Если этот человек заметит, что его наниматель начнет в один прекрасный день выплачивать заработную плату бумажными деньгами вместо золота, он будет тратить полученные бумажные деньги, но его маленький запас золота будет все еще оставаться нетронутым. При системе золотых сертификатов эта проблема вытеснения золота из обращения не может возникнуть. Наличные деньги, действительно находящиеся на руках у населения, уже имеют форму бумажных денег; золото уже сосредоточено в едином центральном резерве. Ничего не требуется, кроме отмены закона, чтобы придать бумажным деньгам то же назначение, что и золоту.

Другая система бумажных денег, которая не требует никакой осмотрительности в управлении, заключается в установлении абсолютно фиксированной эмиссии, при условии, что фиксированная таким образом сумма определенно меньше, чем минимально необходимая всегда для внутреннего обращения сумма законных платежных знаков. Это условие является весьма важным, так как если бы фиксированный выпуск билетов всегда превышал погребную сумму законных платежных средств, то ограничение стало бы недействительным, и денежное обращение потребовало бы так много предосторожностей, как если бы не существовало вовсе никакого ограничения. Во всяком обществе спрос на денежные знаки не может быть абсолютно фиксирован, и если фиксированная эмиссия оказывается ниже минимального спроса, то бумажные деньги в обращении могут быть пополнены какими-либо другими формами денег, количество которых может изменяться соответственно потребности в них. До тех пор, пока золото и бумажные деньги циркулируют бок о бок, подчиняясь закону о платежных средствах, бумажные деньги будут ходить по их номинальной ценности. Так как гипотетически

предложение бумажных денег недостаточно, чтобы полностью покрыть спрос на денежные знаки, то должники будут вынуждены платить иногда золотом; но в этих случаях они не будут иметь никакого законного права платить меньше, чем если бы они платили бумажными деньгами; следовательно, золото и бумажные деньги должны циркулировать по паритету.

Во время кризиса система фиксированной эмиссии имеет и свои преимущества и свои недостатки. С одной стороны, население уже пользуется бумажными деньгами, и средства их выпуска уже находятся в действии. Если сумма фиксированной эмиссии должна быть превышена, это может быть сделано очень гладко и быстро. С другой стороны, действительный запас золота в стране в этом случае меньше, чем он был бы при системе золотых сертификатов или при системе золотого монетного обращения. Но, конечно, даже при условии, что золотой запас достаточен для покрытия спроса во время кризиса, всякое дальнейшее предложение золота является разорением. — Должно быть вообще признано безопасным для страны иметь некоторое количество непокрытых бумажных денег в обращении, и — что было уже однажды отмечено — система фиксированной эмиссии может быть определена как наиболее осторожная и предохраняющая. На практике система фиксированной эмиссии обычно соединяется с системой золотых сертификатов. Дополнительно к фиксированной сумме билеты эмиттируются в сумме, разной имеющемуся золотому резерву. Не требуется делать никакого различия между билетами, имеющими золотое покрытие и неимеющими такового; другими словами, ни один из билетов не является выпущенным именно как золотой сертификат. Соответственно, в случае, если закон будет нарушен или приостановлен, не остается оснований для обвинения в нарушении доверия.

Эта система берет начало в знаменитом Банковом акте 1844 года, который регулировал эмиссию билетов Английского банка, и с тех пор много раз повторялась с теми или иными модификациями. До этого акта банкнотная эмиссия совершалась по произвольному усмотрению директоров, даже без установления максимального лимита, каковой имел место в отношении эмиссии билетов Французского банка. Актом 1844 года Английский банк был разделен на два департамента: Эмиссионный департамент, который единственно отвечает за выпуск и оплату банкнот, и Банковский департамент, который ведет учетные и ссудные операции, предоставляет и переводит банковские кредиты. Эмиссионный департамент держит фиксированную сумму ценных бумаг, равную твердо-фиксированной сумме непокрытой эмиссии (в настоящее время 19 750 тыс. фунтов стерлингов),¹ и так как эта фиксированная эмиссия

¹ Фиксированная сумма непокрытой эмиссии была первоначально установлена в сумме 14 млн. фунтов стерлингов, но согласно акту, если какой-либо из частных эмиссионных банков Англии и Уэльса, вследствие ликвидации или слияния,

значительно ниже самой низкой суммы банкнот, всегда находящихся в обращении, то операции департамента состоят просто в оплате банкнот золотом и золота банкнотами. Все операции по регулированию кредита, которые принадлежали единому Английскому банку, как центральному эмиссионному банку, до 1844 года, теперь принадлежат Б а н к о в о м у департаменту.

В действительности опыт показывает, что даже при автоматически регулируемом денежном обращении, которое не требует управления па основе банковских принципов, центральный банк для контролирования кредита всегда является необходимым. В течение долгого времени Соединенные штаты были единственным примером или скорее предостережением, где существовала противоположная система. Но даже там объединенная банковская Нью-Йоркская расчетная палата являлась уже организацией, которая исполняла некоторые функции центрального банка, пока актом 1913 года не была учреждена Федеральная резервная система. И хотя этим актом не был учрежден единый центральный банк, а несколько «федеральных резервных банков», но каждый из них является единственным в своем округе, и все они подчинены некоторому центральному контролю.

Следствием введения Банковым актом 1844 года жестких ограничений билетной эмиссии Английского банка было действительное накопление в качестве кассового резерва Б а н к о в о г о департамента такого большого количества золота, какое никогда не требовалось для обеспечения банкнот, находящихся в обращении на руках у населения. Для расчетных целей практикуется оставление этого золота—за исключением количества, потребного изо дня в день для использования в качестве банковских денег — в кладовых Эмиссионного департамента и выпуск взамен его равноценной суммы банкнот из Эмиссионного департамента в Банковый департамент. Поэтому резерв Банкового департамента состоит главным образом из той части эмиссионной возможности Банка, которая временно не используется. Если Банк имеет на 100 миллионов фунтов стерлингов золота, это дает ему право амиттировать на 119 750 тыс. фунтов стерлингов банкнот. Если он эмиттировал в действительности только 90 млн. фунтов стерлингов, то в резерве Банкового департамента остается сумма в 29 750 тыс. фунтов стерлингов. Таким образом резерв является чисто юридическим установлением; он может быть больше или меньше, чем сумма имеющегося у Банка золота; истощение этого резерва является сигналом не для закрытия банка, но для временного расширения законных ограничений банкнотной эмиссии.

или иным путем, утрачивал свой право эмиссии, непокрытая эмиссия Английского банка могла возрасти на сумму не свыше $\frac{2}{3}$ сокращенной эмиссии, в течение почти двадцати лет непокрытая эмиссия Английского банка составляла 18 460 тыс. фунтов стерлингов, пока 12 февраля 1923 г. не была повышена постановлением Совета до 19 760 тыс. фунтов.

До 1914 г. вся система, зависевшая от этого законного ограничения, соблюдалась. Банк должен был вести свои дела таким образом, чтобы он мог всегда платить своим вкладчикам, какие бы суммы они ни потребовали, банкнотами и золотом для внутреннего обращения или золотом для экспорта, без нарушения закона. Он был обязан таким образом предпринимать шаги к сокращению кредита всякий раз, когда его резерв обнаруживал признаки уменьшения. В качестве последнего прибежища могла бы явиться необходимость нарушения или отсрочки действия закона.

Фактически четыре раза Банк обращался в правительство с просьбой издать соответствующий закон. В каждом случае правительство принимало на себя ответственность за дозволение нарушить закон и обещало получить соответствующее дозволение парламента, если необходимо, в форме последующего издания закона. Во время кризисов 1847 и 1866 гг. простого извещения, что правительство предприняло этот шаг, оказалось достаточно, чтобы прекратить панику. Население боялось, что Банк в своих попытках соблюсти лимит, будет отказывать в ссудах. Как только эта боязнь была устранена, нажим со стороны лиц, желающих получить деньги из Банка, сразу прекратился, и твердый непокрытый лимит даже не был в действительности превышен. Во время кризиса 1857 г. оказалось необходимым действительно превысить лимит, и в течение некоторых отдельных недель резерв Банковского департамента представлял собой в действительности отрицательную величину.

Во время кризиса, вызванного войной 1914 г., предписание правительства, разрешавшее превышение лимита, было издано 1 августа. Это предписание было вскоре подтверждено изданием закона (6 августа) о денежном обращении и банкнотах (Currency and Bank Notes Act), каковой закон содержал постановление, — до сих пор имеющее силу — уполномочивавшее Банк превышать лимит с разрешения канцлера казначейства.

Выпуск денежных знаков (currency notes) казначейством, разрешенный тем же законом, лишил лимит, поставленный выпуску банкнот Авглийского банка, всякого реального значения. 7 и 8 августа этот лимит был превышен, при чем наивысшая сумма превышения составляла 3 043 тыс. фунтов стерлингов. Но превышение лимита эмиссии требовалось лишь постольку, поскольку достаточный запас новых денежных знаков не мог быть приготовлен во-время, чтобы выдать ими авансы, испрашиваемые банками, и банкноты Английского банка употреблялись временно вместо этих денежных знаков. В понедельник 10 августа этот излишек исчез, и в публикуемых еженедельно коротких банковских отчетах не значилось никакого превышения лимита эмиссии.

При условиях, которые существовали до издания закона о денежном обращении и банкнотах, необходимость апеллировать к законода-

¹ Си. ответ, данный Асквитом в Палате общин 9 ноября 1916 г.

тельству являлась очень реальной защитой. Директора банка не пожелали бы обращаться к канцлеру казначейства или парламенту о ходатайством о чрезвычайном законе, если бы они не могли доказать, что они уже предпринимали диктуемые благоразумием всяческие меры, чтобы избежать этого шага. Если бы им легко давалось согласие законодательства, если бы они рассматривали отмену установленного законом лимита банкнотной эмиссии как не самое последнее прибежище, общественное мнение осудило бы их, и странная позиция, которую банк занял бы, сама по себе могла бы стать угрожающей. Таким образом мы пришли к парадоксу, который вообще признается как действительное оправдание закона 1844 года. Выгоды этого закона ощущаются только тогда, когда он нарушается или отсрочивается. Этот парадокс в действительности является только применением трюизма, что золотые резервы существуют для того, чтобы быть использованными. Бесплезно устанавливать закон, гарантирующий накопление золотого резерва для обеспечения эмиссии законных ' платежных знаков, если бы при наступлении крайней нужды золото не могло быть выпущено в обращение.

Правда, намерения Пиль и тех, кто помогал ему в создании закона 1844 года, состояли скорее в том, чтобы предупредить использование неограниченной эмиссии банкнот как стимул кредитной экспансии, но Пиль сам признал после кризиса 1847 г., что действительное значение закона заключается в накоплении и сохранении крупного запаса золота, который мог бы оказаться полезным во время приостановки действия закона 1844 г.

И где бы ни была установлена автоматическая система банкнотной эмиссии, подобная описанной, с фиксированной суммой непокрытой эмиссии, неиспользованная законная возможность эмиссии образует нормальный резерв центрального банка, тогда как золотой резерв, противостоящий действительно выпущенным банкнотам, образует вторую линию резерва, могущего быть использованным только в качестве последнего источника.

Положим, что твердый лимит отменяется и банк немедленно получает неограниченную возможность уплачивать своим вкладчикам банкнотами, независимо от резерва, которые он желает поддерживать. В виду того, что банк при всяких обстоятельствах не может отказывать в уплате вкладчикам, отмена лимита в случае нужды действительно входит в систему. Вклад в обычный банк выплачивается наличными в зависимости от состоятельности и ликвидности банка. Ликвидность Английского банка обеспечивается его возможностью печатания банкнот, и разменность его депозитов на наличные деньги абсолютна. От этого факта зависит в конечном счете его положение банка банков.

В течение войны действие твердого лимита было почти полностью аннулировано неограниченной эмиссией казначейских билетов (Currency notes) согласно закону о денежном обращении и банкнотах от 1914 года.

Хотя эти билеты эшгттировадись казначейством, они выпускались в обращение через Английский банк. Первоначально они выпускались только в порядке авансов банкам. Но банкам было разрешено погашать эти авансы путем перевода кредитов, оставляя билеты в обращении, и скоро эти билеты стали выпускаться в неограниченном количестве в обмен на вклады в Английском банке. Такое развитие этой операции явилось не больше, чем признанием логики положения.

После войны по предложению Комитета по денежному обращению и вексельным курсам (the Committee on Currency and Foreign Exchanges), председателем которого был покойный лорд Кенлиф, было установлено временное ограничение эмиссии казначейских билетов. Была установлена таким образом та же система, которая действовала по закону 1844 года, т. е. фиксированный твердый лимит эмиссии. До достижения устойчивого состояния денежного обращения, лимит эмиссии должен был устанавливаться на каждый год и должен был равняться действительному максимуму непокрытого обращения в предшествующем году. Это ограничение было впервые введено постановлением казначейства в декабре 1919 г. и вступило в силу с 1 января 1920 г. Для 1920 г. лимит составлял 320,6 млн. фунтов стерлингов, а для 1927г.—246 млн. фунтов. Он не имел никакой законной силы, но был просто выражением намерений казначейства, как эмиссионного учреждения.

В намерениях казначейства непокрытая эмиссия означала билеты, не обеспеченные ни золотом, ни банкнотами Английского банка¹. Практика помещения билетов Английского банка в резерв, обеспечивающий казначейские билеты, была предложена Комитетом лорда Бейлифа. С момента восстановления золотой валюты в апреле 1925 г. банкноты целиком вытеснили золото из этого резерва. Резерв казначейских билетов был соединен с резервом Английского банка, что отразилось и на использовании золота, так как передача банкнот одинаково уменьшала резерв Банкового департамента Английского банка.

Вся система фиксированной твердой эмиссии перестала быть связанной силою закона и перешла в распоряжение правительства. Не только ограничение казначейской эмиссии является актом чисто исполнительной власти, но даже ограничение, предписанное эмиссии Английского банка актом 1844 года, может быть отменено властью канцлера казначейства. С его позволения банк мог бы раздать все свои золотые резервы. Эта возможность была предоставлена в 1914 году актом о денежном обращении и банкнотах как чрезвычайная мера. Комитет лорда Кенлифа рекомендовал сохранить это положение и тогда, когда новым законом будет установлен фиксированный максимум для всей эмиссии в целом.

¹ Серебряные монеты не могла считаться покрытием, но они причислялись к обеспечением. Казначейские билеты, не будучи долговыми документами, никогда не разменивались на серебро.

Система фиксированной твердой эмиссии, принятая в банковом акте 1844 года нашла широкое подражание. Но ее строгость была признана неподходящей для континентальных стран, где бумажные деньги не замещались банковскими кредитами в такой значительной степени, как в Англии, а потому в эту систему были внесены некоторые видоизменения.

Иногда, когда имеется явное подражание принципам закона 1844 года, благодаря некоторым легким модификациям в практическом применении, банкнотная эмиссия не остается жесткой, а делается почти вполне эластичной. Когда в 1873 г. старый Прусский банк был ликвидирован и превращен в новый Германский Рейхсбанк, символ вновь достигнутого единства Германии, были приняты принципы фиксированной твердой банкнотной эмиссии, дополненные неограниченной эмиссией против звонкой наличности. Но чтобы избегнуть нелогичности английского закона, который полезен лишь тогда, когда он нарушается, Рейхсбанку было дозволено превышать лимит при условии уплаты налога в размере $\frac{1}{2}\%$ в год с суммы, превышающей лимит. Установление налога имело своей задачей отметить превышение лимита, как нечто исключительное, и в течение первых двадцати лет существования Рейхсбанка превышение лимита в действительности имело место очень редко. Но, несмотря на последовательное возрастание самого фиксированного лимита, случаи его превышения становились все более и более частыми и перед объявлением войны совершенно перестали быть исключительными. Особенно в конце каждого квартала, когда производилось общее заключение счетов, требовавшее временно обращения большего количества денег, чем в другие периоды, имело место почти неизменно превышение лимита, несмотря на то, что ввиду специальных условий, дополнительным законом фиксировался на эти даты более высокий лимит. Если право эмиссии сверх этого фиксированного предела рассматривать как резерв Рейхсбанка, то тогда резерв чаще будет отрицательной, чем положительной величиной. На практике Рейхсбанк выпускал свои банкноты в порядке учета векселей или выдачи ссуд торговцам почти так же свободно, как и Французский банк, банкнотная эмиссия которого не подчинена никаким законным ограничениям, исключая установление максимального лимита, который регулярно повышается изданием нового закона всякий раз, когда размер эмиссии приближается к установленному лимиту. Избежав аномалий английской практики отсрочек в действия банковского закона, немцы потеряли специальные выгоды системы, воплощенной в этом законе, тем, что у них нарушение лимита перестало быть исключительным явлением.

Альтернативой системы фиксированной твердой эмиссии является система, требующая, чтобы фиксированная часть банкнотной эмиссии была покрыта золотом. Принятие этой системы американскими федеральными резервными банками ввело ее в моду повсюду, где центральные эмиссионные банки вновь учреждались или реформировались. Федеральные резервные банки обязаны держать золотой запас в размере 40% их банкнотной эмиссии (так же, как они обязаны иметь резерв—в

золоте или других законных деньгах—в размере 35% их обязательств по депозитам)- Германский Рейхсбанк, согласно новому уставу 1924 года, должен иметь золотой резерв в 40% от суммы своей эмиссии, но четвертая часть этого резерва может состоять из иностранной валюты вместо золота. Можно было бы привести и много других современных примеров.

Преимуществом системы фиксированной пропорции является то, что она позволяет центральному банку удовлетворять временные или сезонные колебания внутреннего спроса на деньги с меньшим запасом золота. Если максимум циркуляции превысит минимум, положим, на 30 млн. фунтов стерлингов, тоща при системе фиксированной твердой эмиссии будет необходимо или держать на 30 мил. фунтов стерлингов больше золота, чем требовалось бы при других условиях во время минимальной циркуляции, или увеличивать золотой резерв, по мере того как циркуляция приближается к максимуму. При системе фиксированной пропорции резерва,, скажем, в одну треть, "золота потребовалось бы больше всего на 10 млн. фунтов стерлингов.

Но с другой стороны, когда внутренний спрос на деньги возрастает не вследствие временных или сезонных причин, но в результате кредитной экспансии, эта экономия золота представляет действительную опасность. Она позволяет экспансии зайти дальше, прежде чем она будет задержана.

Ввоз данного количества золота при системе фиксированной пропорции резерва дает возможность более значительной экспансии кредита, чем при системе фиксированной твердой эмиссии, и когда кредитная экспансия заходит так далеко, что вызывает экспорт золота, то сокращение, требуемое для того, чтобы держать банкнотную эмиссию в законных пределах, будет более жестоким.

Обмен банкнот на золото и золота на банкноты не отражается на твердой эмиссии. Но выпуск банкнот в обмен на золото увеличивает пропорцию резерва банкнотной эмиссии, тогда как выпуск золота в обмен на банкноты уменьшает эту пропорцию. Действительно, когда эта пропорция предписана законом, то раз законный предел будет достигнут,— ни одна банкнота больше не может быть размещена на золото без снижения этой пропорции ниже установленного предела. Если пропорция резерва установлена в одну треть, и резерв в 40 млн. фунтов стерлингов обеспечивает эмиссию в размере 120 млн. фунтов стерлингов, то размен банкнот на сумму в 3 млн. фунтов стерлингов снизит резерв до 37 млн. фунтов стерлингов, тогда как банкнотная эмиссия в сумме 117 млн. фунтов стерлингов потребует резерва в размере 39 млн. фунтов стерлингов.

Таким образом центральный банк никогда не может снижать свой действительный резерв до требуемой уставом пропорции, но должен всегда иметь некоторый д о п о л н и т е л ь н ы й золотой резерв.

Поскольку мы начинаем принимать в расчет власть и предусмотрительность центрального банка, различия между двумя формами резерв-

ного закона отходят на задний план. При системе фиксированной твердой эмиссии центральный банк должен еще держать дополнительный золотой резерв для удовлетворения спроса на золото для экспорта. Иначе всякое изъятие золота для экспорта будет необходимо вызывать размен и уничтожение банкнот, потребных для внутреннего обращения. Банки обратились бы вследствие этого за займами в центральный банк, который очутился бы перед альтернативой—или отказывать в ссудах или превысить твердый лимит.

Но если так много надежд /возлагается на благоразумие и осторожность центрального банка, то является ли вообще реально необходимым возлагать на него обязанность держать законный резерв? Директорату, который является настолько компетентным в деле регулирования кредита, что будет не только поддерживать разменность бумажных денег на золото, но брет также всегда иметь достаточный 'золотой запас сверх требований закона, могло бы быть доверено установление мер к поддержанию разменности без требований законного резерва.

Наиболее ранним законным установлением резерва является акт 1844 года. Оправданием для -него служило то, что в предшествующие двадцать лет Английский банк, не связанный законным требованием резерва, дважды допускал падение золотых резервов до опасно низкого уровня (в 1825 и 1839 гг.). Но эти ошибки банка, как мы теперь можем видеть, объясняются тем, что тогда технические методы контроля кредита не были еще установлены. Первая пробная попытка задержать кредитную экспансию путем повышения банковской учетной ставки была сделана в 1839 г- В 1847 г. на этот способ контролирования кредита было возложено еще больше надежд, и правительство пускало его в ход, когда оно приостанавливало действие закона о твердом лимите, держа при этом банковскую учетную ставку не ниже 8 %.

С тех пор теория и практика совместно добились значительных успехов в деле регулирования кредита. Слепой эмпиризм акта 1844 года сделался благодаря этому устаревшим. Однако требования законного резерва почти повсюду предъявляются к центральным банкам. Требование законного резерва в действительности налагает уставное запрещение на использование большей части золотого запаса при каких бы то ни было обстоятельствах, а это запрещение обычно смягчается или с дозволения правительства—как это было при издании акта о денежном обращении и банкнотах — или с разрешения иного учреждения, как, например, Федерального резервного комитета в Америке.

Власть разделяет ответственность, и модифицированный таким образом закон о резерве остается методом, предназначенным для сдерживания центрального банка от использования его золотого запаса. И во все времена характерной ошибкой центральных банков являлось чрезмерное нежелание расставаться с золотом. Это нежелание достигало, повидимому, наибольших размеров у Французского банка, который никогда не был связан законом о резерве.

Когда бумажные деньги имеют полную силу во всех купюрах, превышающих купюры разменных монет, и находятся в общем употреблении, золотые резервы требуются для экспорта. Если закон предписывает, что банкнотная эмиссия должна иметь некоторое золотое покрытие, то это является только средством для обеспечения того, что соответствующий золотой запас должен быть действительно собран. До тех пор, однако, пока бумажные деньги разменны на золотые монеты, нельзя быть уверенным, что золото не может быть извлечено из банка для внутреннего обращения. Рикардо был первым, кто предложил план сделать бумажные деньги разменными на золото и в то же время препятствовать употреблению золотых монет. Он предлагал, чтобы Английский банк не был обязан оплачивать золотом свои банкноты, но должен был бы продавать золотые слитки по фиксированной цене всем приходящим. Таким образом всякий человек, который желал бы получить золото для экспорта, мог бы получить его, и билеты Английского банка сохранили бы свой паритет с золотом. Акт, в котором был воплощен план Рикарде, не был введен в действие (см. ниже гл. XVIII). Но план этот был воскрешен в Акте о введении золотого стандарта (Gold Standard Act) 1925 г., который отсрочивал свободную чеканку золота и разменность билетов Английского банка и казначейских билетов на золотую монету и предписывал Английскому банку продавать по требованию золотые слитки (приблизительно по 400 унций) по чеканной цене в 3 фунта стерл. 17 шилл. 10 пенса за стандартную унцию. Таким образом изъятия золота из банка должны были быть использованы только для экспорта или для промышленного применения, но отнюдь не для внутреннего обращения. Банк попрежнему являлся обязанным *покупать* золото, согласно Акту 1844 года по 3 фунта стерл. 17 шилл. 9 пенсов за унцию.

Дальнейшим этапом в разработке того же самого принципа является то, что известно под наименованием Gold Exchange Standard. Люди, получающие золото для экспорта, делают это для того, чтобы получить кредит за границей в обмен на золото, и они были бы удовлетворены, если бы центральный банк мог дать им кредиты на эти заграничные страны вместо золота. Центральный банк, следовательно, держал бы вместо части своего золотого резерва (или даже целиком) ликвидные ресурсы в соответствующих заграничных финансовых центрах, где денежные знаки разменны на золото. Продавая эти заграничные ресурсы по фиксированной цене вместо золота, центральный банк делал бы деньги своей страны разменными на иностранные деньги; покупая иностранные деньги по той же самой цене (или по цене несколько низшей), он завершил бы систему, которая поддерживала бы денежную единицу в паритете с иностранными деньгами, а, следовательно, поскольку последние были бы равноценны золоту, — и с золотом.

Существует таким образом три различных типа золотой валюты, которые следует различать. Один, который может быть назван наличной золотой валютой (Gold Specie Standard), основан на свободной чеканке

золота, при чем бумажные деньги разменны на золото по требованию. Второй тин, который может быть назван блокированной золотой валютой, (Gold Bullion Standard), основан на обязательстве центрального банка покупать и продавать золотые слитки по фиксированным ценам. Третьим типом является Gold Exchange Standard, основанный на обязательстве покупать и продавать валюту одной или многих стран, имеющих золотую валюту, по фиксированным ценам. Две первых системы связывают денежное обращение непосредственно с мировым рынком золота. Третья достигает этого только косвенно, являясь валютой, живущей за счет валюты другой страны. Если деньги, на которых эта валюта основана, перестают поддерживаться в паритете с золотом, то она перестает быть золотой валютой. Когда фунт стерлингов падал ниже золотого паритета, то деньги, связанные с ним,—как, например, египетские или деньги островов Малайского архипелага—падали вместе с ним. Деньги Индии и Сиам, которые ранее были связаны с фунтом стерлингов, должны были бы подняться в цене.

Система Gold Exchange Standard имеет значительные преимущества в отношении сбережения золота. Для страны, которая принимает эту систему, это означает прямой выигрыш от замены приносящими проценты средствами части бесплодного золотого запаса. Но сбережение золота имеет и более широкие перспективы.

Действительная ценность золота определяется, подобно ценности всякого иного продукта, предложением и спросом. Главную часть спроса на золото образует спрос для монетных целей. Если спрос на золото для монетных целей снизится — во-первых, вследствие изъятия золотых монет из обращения, а потом и вследствие отказа от требования законных золотых резервов и принятия таких методов, которые позволят центральным эмиссионным банкам обходиться с меньшими резервами,—то результатом этого явится уменьшение действительной ценности золота. Поэтому требования законного резерва могут быть рассматриваемы как метод поддержания действительной ценности золота, путем создания определенного спроса на него. Это не является частью его явной задачи, по экономия золота, как бы она привлекательна не могла быть для страны, которая извлекает из этого выгоду, не была бы полезной для всего мира, если бы она означала общее и неопределенное обесценение всех золотых денег в товарном выражении.

То, что является желательным, это не слепой отказ от старых условий образования золотых резервов, но регулирование их путем международного соглашения с определенной целью предупреждения как роста, так и падения действительной ценности золота. Резолюции, принятые на Генуэзской конференции в 1922 г., дают план международного сотрудничества на этом базисе¹.

¹ См. мою книгу «Monetary Reconstruction», с. 122—138.

ГЛАВА VII МЕЖДУНАРОДНЫЕ КОЛЕБАНИЯ ДЕНЕЖНОГО ОБРАЩЕНИЯ

При обсуждении почти всех проблем денежного обращения необходимо анализировать ту присущую кредиту неустойчивость, которую мы исследовали в главе I. В главе II мы показали, что если чрезмерная экспансия кредита происходит в стране, снабжение которой деньгами зависит от золота, то все здание кредита может распасться, благодаря истощению дополнительных источников снабжения законными платежными средствами. Основания для такого заключения двояки. Во-первых, хотя потребительские доходы возрастают, но часть, состоящая из заработной платы, не возрастает немедленно в той же пропорции, и даже когда заработная плата возрастает, сумма наличных денег, находящихся в обращении, наличная часть неистраченного запаса, растет только постепенно. Существует, таким образом, большой разрыв между расширением кредита и соответственным расширением денежного обращения. Во-вторых, рост потребительских расходов влечет за собою уменьшение товарных запасов; для пополнения этих запасов даются новые заказы, происходит перенапряжение производительных сил страны и скопление заказов, ожидающих исполнения, а это скопление неисполненных заказов создает скрытый спрос на кредит, который будет только тогда реализован, когда не будет отставания в исполнении заказов. В результате стимулирования торговли таким путем отношение кассовых резервов к обязательствам, показываемое в балансах банкиров, начинает падать. Вне зависимости от какого-либо нового стимулирования торговли, уже существующие обязательства с неизбежностью вызовут отлив наличной кассы и настойчивый спрос на новый кредит.

Какое влияние оказывает эта опасность на вексельный курс? С первого взгляда это влияние кажется большим. Истощение запасов и рост цен делают страну хорошим рынком для продажи и плохим для покупок. Импорт* увеличивается, экспорт уменьшается, торговый баланс дает сальдо в пользу иностранных торговцев, курсы становятся неблагоприятными, золото начинает экспортироваться. К отливу золота для внутренней циркуляции добавляется отлив золота для экспорта. Не увеличивая опасности банковских затруднений, этот внешний спрос на золото в значительной мере облегчает работу банкиров, так как он является для них предупреждением. Мы видели в главе IV, что стимулирование продаж и рост цен являются одним из первых результатов кредитной экспансии. Они являются показателями роста потребительских затрат, а это, в свою очередь, прямо и непосредственно вызывается ускорением в создании кредита. Ускорение может быть значительным при самом начале кредитной экспансии, и увеличение импорта и сокращение экспорта начнутся сразу. Происходит рост общего спроса на

товары и услуги, измеряемый в денежных единицах, и этот возросший спрос приводит к общему росту цен товаров и услуг и в частности к росту цен на иностранные деньги, на которые можно приобрести иностранные товары. Но когда все затрагиваемые страны имеют эффективную золотую валюту, то цена иностранных денег не может подняться выше высшей золотой точки, цены же товаров внешней торговли будут ниже. Происходит виртуальное обесценение денет, результатом чего будет пассивный платежный баланс, и золото будет экспортироваться. Страна, которая экспортирует золото, уменьшает тем самым свои дополнительные резервы; страна, которая получает золото, увеличивает свои резервы. Рассмотрим влияние этих совершающихся процессов на денежные системы обеих стран. Первая страна будет вынуждена сокращать кредит из-за опасения лишиться совершенно своих золотых резервов; другая страна, напротив, будет вынуждена расширять кредит, чтобы избежать накопления излишков свободного и следовательно бесполезного золота. Если не произойдет этого сокращения и расширения кредита, то нарушение паритета денежных единиц между обеими странами останется в силе, и поток золота, вызываемый этим нарушением паритета, будет неослабно продолжаться. Истощение резервов в одной стране и рост их в другой будут прогрессировать. Действительно, чем дольше откладывается приспособление кредита, тем более настоятельным делается нужда в нем. Необходимо немедленно принять меры. Банковские круги всякой высокоразвитой страны бояться потери золота, и всякое серьезно неблагоприятное движение курсов — если только оно не объясняется некоторыми причинами, заведомо кратковременными и ограниченными в своем действии, — является сигналом для быстрого сокращения кредита. Противоположный случай — получение золота — создает благоприятные условия для экспансии, которая является естественной тенденцией кредита, поскольку она не ограничивается рамками золотой валюты.

В стране, вступающей на путь кредитной экспансии, которую соседние страны не проводят, обнаруживается тенденция потери золота, и это вынуждает ее обуздать экспансию, а золото, которое экспортирует эта страна, создает основу для экспансии кредита в других странах. Таким же путем в стране, проводящей сжатие кредита, обнаруживается тенденция получать золото, а страны, из которых получается это золото, должны в свою очередь принять меры к сокращению кредита.

Приостановка размена бумажных денег на золото является для золота потерей его исключительного положения как товара, имеющего фиксированную цену в значениях счетных денег. Больше не остается никаких оснований, в силу которых цена золота не могла бы расти в соответствии с ценами других товаров. Находящиеся в обращении золотые монеты могут быть экспортированы, и они будут еще представлять временно источник снабжения по чеканной цене; даже когда золотые платежи приостанавливаются, цена золота может еще не превышать

чеканной цены, предполагая, что предложение кредита и бумажных денег настолько ограничено, что действительная ценность денежной единицы, согласно количественной теории, не падает. Но а в т о м а т и - ч е с к о е регулирование ценности денежной единицы больше не действует, и ценность эта может быть поддерживаема только надлежащим контролем кредита. Только этим контролем кредита достигается то, что сами движения золота регулируются, когда кредиты свободно превращаются в золото, а общей целью в регулировании денежного обращения и является избежать отмены золотых платежей посредством временного сокращения кредита в случае серьезной угрозы потери золота.

Можно сделать вывод, что такое регулирование кредита в целях избежания утечки золота было бы разрешением всех затруднений, что вексельные курсы давали бы своевременные предупреждения о неправильных тенденциях кредитной экспансии и что тем самым эта экспансия могла бы быть всегда прекращена. Но такое решение проблемы является недостаточным, так как оно не принимает в расчет случая всеобщей экспансии кредита, имеющей место во всем мире с золотой валютой. Как бы велика ей была кредитная экспансия и как бы ни был велик рост цен в одной стране, не будет никакой потери золота, если одновременно повсеместно будут приблизительно одинаковые кредитная экспансия и рост цен. Общее пользование золотой валютой в соединении с систематическим регулированием кредита не предупреждает экспансии или сокращения кредита, но только обеспечивает, что они будут приблизительно одинаковы и одновременны повсюду. Движения золота из одной страны в другую будут просто знаком, что экспансия или сокращение кредита в разных странах еще не совпали точно во времени. Одна страна начала расширять кредит немного раньше других и теряет золото; другие страны немного отстали и получают золото.

Но если рассматривать весь мир золотой валюты как единое экономическое целое, то можно констатировать точно такие же опасности, о которых мы уже трактовали в отношении одной страны. Ему будет угрожать присущая кредиту неустойчивость, и когда начнется кредитная экспансия, опасный скрытый спрос на наличные деньги и кредит проявится в большей или меньшей степени в каждой стране, которая принимает участие в этом. Когда скрытый спрос на наличные деньги выявится, достигается поворотный пункт. Банки начинают ощущать возрастающий отлив законных платежных средств в обращение, который в действительности является следствием слишком щедрого задолго перед этим создания кредита. Они начинают прилагать усилия к сжатию кредита, но сталкиваются с неутолимым спросом фабрикантов и купцов, которые связаны уже фактическими договорами на производство или покупку товаров и которые не могут выполнить своих обязательств без заключения займов. В преодолении этой ситуации ни одна страна не может ждать помощи от какой-либо другой страны, так как все они находятся в затруднении.

Тем не менее разные страны могут испытывать влияние кредитной экспансии в весьма различной степени. Кредитная экспансия проникает за границу через каналы внешнего обмена, и всякая причина, которая случайно влияет на вексельные курсы в какой-либо одной стране, вызывает их восприимчивость к соответствующему движению. Главные причины, которые должны быть приняты во внимание, суть: во-первых, изменения в производстве товаров, являющихся объектом внешней торговли, вносящие изменения в баланс между экспортом и импортом; во-вторых, передвижения капитала. Примеры обеих этих причин были даны в главе V. Недостаточный урожай или какое-либо подобное уменьшение продукции вызовет тенденцию к неблагоприятному вексельному курсу, и, если условия кредита за границей остаются неизменными, эти обстоятельства явятся причиной экспорта золота и сокращения кредита. Но если в иностранных государствах^ будет наблюдаться кредитная экспансия, то эти явления могут быть полностью или частично предотвращены. Неравенство между экспортом и импортом, которое при других обстоятельствах было бы причинено сокращением производства, будет просто исправлено возросшим спросом на внешних рынках, которые будут импортировать больше, а экспортировать меньше. С другой стороны, страна, которая имеет исключительно хороший урожай или в силу каких-либо других причин производит больше, чем обычно, обнаружит тенденцию идти впереди по пути общей экспансии. Она может или импортировать золото или расширять кредит до более высокого относительного уровня, чем ее соседи. Если эти условия производства являются переходящими и придут к концу прежде, чем прекратится процесс кредитной экспансии в других странах, то страна, которая переживает эти условия, должна принять вследствие этого меры, чтобы идти нога в ногу со своими соседями. Та страна, продукция которой была сокращена, будет расширять кредит, когда прежний объем производства восстановится. Та страна, производство которой было обильным, должна сокращать кредит, когда производство снова падет. Но, без сомнения, мировая экспансия кредита должна раньше или позже прийти к концу, и в этот чрезвычайный момент некоторые страны окажутся производящими или больше или меньше, чем обычно. Их положение будет очень существенно затронуто этим обстоятельством, но в настоящей главе мы не будем рассматривать условий, которые сопутствуют мировому сокращению кредита.

Существует ряд условий, когда производство само затрагивается существованием кредитной экспансии. Когда и деньги и кредит имеются в изобилии, цены растут и весь мир переживает полосу процветания, влияние этих условий на спрос различных видов товаров может быть очень неравно. Спрос на предметы роскоши может стимулироваться сильнее, чем на предметы первой необходимости, спрос на промышленные товары — больше, чем на пищевые продукты. Страна, которая специализировалась на производстве товаров, спрос на которые стимулируется выше среднего уровня, будет находиться в том же самом поло-

женин, как если бы она была способна производить больше, так как, даже помимо возможного возрастания отпуска этих товаров, денежная ценность данного отпуска будет возрастать. Это справедливо не только в отношении стран, производящих фабричные товары, но и в отношении тех, которые производят сырье для промышленности. Индия например была очень сильно затронута промышленной экспансией 1906 и 1907 гг. главным образом за счет исключительного спроса на джут. Мировое промышленное оживление сопровождалось крупным спросом на мешки и т. д., сырье для которых не могло возрасти мгновенно. Индия, как крупный производитель джута, собирала прибыль, но потом поплатилась, когда разразился кризис, жестоким напряжением своей денежной системы.

Но наиболее важным видом производства, которое сжимается и сокращается под влиянием расширения и сокращения кредита, является производство постоянного капитала.

Это нас подводит к проблеме движения капитала, проблеме, которой до сих пор мы касались только мимоходом. Мы показали, правда, что вложение капитала является расходом и что инициатива этого расхода принадлежит не купцу, как в случае с товарами, но предпринимателю. Финансирование капитальных затрат значительно сложнее, чем финансирование торговли. Торговцы могут, несомненно, прилагать свои собственные сбережения для усиления своего капитала или могут занимать путем частного соглашения, у людей, которые имеют свободный капитал. Часто банки выдают ссуды для расширения оборудования предприятий или для усиления постоянного капитала, в форме антиципации сбережений заемщика или в счет будущего прилива капитала. Но при современных условиях большая часть инвестируемых сбережений населения стекается на рынок инвестиций, на так называемую биржу. Этот рынок образуют торговцы инвестициями, которые предлагают инвестирующей публике ценные бумаги, и точно так же, как торговец товарами всегда имеет на руках запас товаров, так торговец инвестициями имеет на руках запас таких инвестиций. Этот последний торговец, подобно первому, приобретает часть этих инвестиций на занятые деньги. Торговец инвестициями получает свою прибыль из комиссии по покупке и продаже ценных бумаг для своих 'клиентов, а частью благодаря специальному знанию ценных бумаг, покупая их дешево и продавая дорого за собственный счет.

Запас ценных бумаг, который постоянно поглощается лицами, желающими вложить капитал, должен пополняться. Он пополняется новыми эмиссиями, и посредством этих новых эмиссий и совершаются капитальные затраты. Лицо, производящее капитальную затрату, смотрит на эту сделку с точки зрения заемщика. Он может быть или сам торговцем, расширяющим свое дело, или может быть учредителем новой кампании, или он может действовать в интересах правительства или муниципалитета. Его мотивом является реализация инвестиций; он приходит на рынок инвестиций с предложением будущего дохода в обмен на затрату

в настоящем. Этот будущий доход может быть получен или из прибыли, или от налогов, заложенных занимающим правительством. Однако не существует необходимого равенства или даже приближения к равенству между спросом предпринимателей и количеством денег, могущих быть вложенными, и одной из наиболее важных функций рынка инвестиций и является уравнивание этих двух величин. Рынок инвестиций получает деньги в обмен за ценные бумаги от лиц, вкладывающих свои капиталы, и платит деньги в обмен за новые эмиссии предпринимателям. Если первые сделки превысят последние, то запасы ценных бумаг на рынке уменьшатся, и задолженность банкам снизится; в противном случае и запасы ценных бумаг и задолженность возрастут. Рынок защищается против одной случайности повышением, а против — другой понижением курса ценных бумаг.

Если курсы не снижены достаточно, чтобы задержать чрезмерный поток новых эмиссий, то в результате произойдет, что некоторые из этих яовых эмиссий не будут полностью размещены. Предприниматель может предохранить себя от этого риска, найдя страховщиков-торговцев на рынке инвестиций, которые возьмут на себя подписку на любую долю эмиссии, не взятой инвестирующей публикой. Эти страховщики потребуют комиссии в размере нескольких процентов со всей суммы эмиссии за принятие на себя этого обязательства.

Если предложение новых эмиссий опережает предложение сбережений, то в результате этого страховщики найдут, что они не могут разместить ценных бумаг, по которым они приняли на себя ответственность. Будучи перегружены ценными бумагами, которые, по крайней мере временно, являются неликвидными, они неохотно идут на всякие дальнейшие страховые сделки, и это нежелание принимает форму предложения более обременительных условий. Предприниматели должны будут платить более высокую комиссию и выпускать свои новые эмиссии по более низким курсам.

Когда происходит расширение кредита и торговля переживает период оживления, это оживление на рынке инвестиций является наибольшим, чем на каком-либо другом. Потребительский доход расширяется, прибыли, могущие быть вложенными, расширяются более, чем пропорционально, и доходы рынка инвестиций разбухают. В то же время торговля является доходной, и предприниматели повсюду делают усилия к увеличению своего отпуска, все возможности для нового вложения капиталов становятся более привлекательными, чем прежде. Это удобное время для предпринимателей. Предприниматель может использовать деньги лиц, желающих вложить их, а последние имеются в изобилии. Когда кредит вновь начнет сокращаться, предложение сбережений будет падать и возможности (для инвестирования) станут менее широкими.

Могут возразить, что опыт совершенно не подтверждает этого и что период торгового оживления очень часто оказывается особенно неблаго-

приятным для деятельности страховщиков на рынке инвестиций. Но за исключением тех случаев, когда кредитная экспансия в действительности уже начала уступать свое место сокращению кредита, затруднения страховщиков ограничиваются размещением ценных бумаг, приносящих твердый процент. И заемщики и страховщики не спешат реализовать такие бумаги потому, что, когда торговля испытывает оживление, они встречают сильную конкуренцию со стороны коммерческих и промышленных акций, которые становятся высшей мерой ожидаемых инвесторами доходов. Правительство и муниципалитеты, которые выпускают займы из 4Vs%¹ в период спокойной торговли, удивляются, что страховщики не могут разместить займа даже из 5%, в период торгового оживления. Отсюда делается поспешный вывод, что наблюдается недостаток денег, тогда как факт заключается просто в том, что прибыли высоки, и B% становятся непривлекательными. Действительные затруднения рынка (инвестиций) [наступают тоща, воща Период торгового оживления прекращается и прибыль становится опять низкой. Твердо-доходные ценные бумаги будут тогда избавлены от стесняющей конкуренции, от которой они страдали (хотя даже и они не могут оправиться сразу—см. гл. X), но какое бы вознаграждение не было дано страховщикам, ответственным за эти эмиссии, оно будет ничтожно по сравнению с новыми затруднениями тех, которые приняли на себя бремя спекулятивных акций. Что касается явлений, происходящих при переходе от одного состояния к другому, то это займет наше внимание в главе IX. Здесь мы касаемся только результата движения капитала при развитии кредитной экспансии в разных странах. В настоящее время мы оставим в стороне один из наиболее важных видов движения капитала — то, что называется «поенные займы», — так как военные финансы являются предметом, требующим отдельного рассмотрения.

До тех пор, пока дело идет об инвестировании для целей экономического развития, будет ли то через посредство правительства или через посредство частной предприимчивости, большая часть возможностей приложения капитала должна обнаружиться там, что широко может быть названо «новыми» странами, тогда как большая часть предложения сбережений создается в «старых» странах. Старые страны твердо продолжают увеличивать свой запас капитала в уровень с ростом своего населения, торговли и промышленности и в целях снабжения себя всем необходимым за счет позднейших вложений. Но их требование на постоянный капитал является умеренным, сравнительно с требованием полуразвитых стран, которые еще бедны железными дорогами, гаванями, гужевыми путями, индустриальными машинами, строениями и т. д. по сравнению с их природными богатствами. Соответственно этому происходит экспорт капитала из старых стран в новые. Этот экспорт капитала очень сильно поощряется при расширении кредита и вновь сжимается при сокращении кредита. Но, как мы видели в гл. V, заграничные займы создают благоприятные курсы, а отпуск кредитов в другие сараны создает

неблагоприятные курсы у страны ирертора. Следовательно, при расширении крерта, когда новые страны заключают займов больше, чем обычно, они имеют благоприятные курсы и получают возможность выбора или импортировать золото ир позволить себе более знательную экспансию кредита, чем ее сосер. Но когда кредиты в старых странах сокращаются, а новые страны заключают займов меньше, чем обычно, то они теряют золото и должны осуществлять 'большее сжатие кредита, чем их соседи. Но помимо этой общей тенденции заграничных инвестиций возрастать или уменьшаться в соответствии с расширением или сжатием кредита, могут происходить также случайные движения капиталов, вызываемые, быть может, нуждами правительств, покрываемыми крупными заграничными займами, или новыми возможностями приложения капиталов, которые внезапно открываются и становятся привлекательными для быстрого натиска иностранного капитала с целью их эшшатации- Поэтому может случиться, что иностранные займы какой-нибудь отдельной страны будут находиться в состоянии максимума, тогда как займы других стран будут в минимуме. Эти случайные займы являются по 'всей вероятности преходящими, и поэтому нет оснований для их совпадения во времени с движением кредита.

Даже чисто внутренние движения капитала могут оказывать влияние на степень кредитной экспансии, которая имеет место в какой-либо отдельной стране. Кредит может расширяться в большей степени, чем за границей, и соответственно разбухнут потребительские затраты, но если излишки потребительских затрат будут использованы на дополнительные инвестиции внутри страны, а не на покупку товаров или на инвестиции за границей, то не произойдет никакой неблагоприятной тенденции в вексельных курсах. Исключительный объем внутренних инвестиций будет несомненно до некоторой степени отвлекать капитал и труд от производства товаров для экспорта, а сокращение экспорта имеет точно такое же влияние, как и превышение импорта. Но это не должно •значительно ухудшить положение, и несомненно отклонение покупательной силы от покупок товаров в сторону инвестиций может быть настолько значительным, чтобы оказать этому полное противодействие.

Наиболее важным из всех факторов, определяющих роль, которую играет данная страна в мировой экспансии кредита, будет ее собственная кредитная политика.

Количество золота, которое страна может поглотить, чтобы позволить себе данную экспансию кредита, зависит от ее денежной системы. Когда кредитная экспансия развивается, в каждой стране, принимающей участие в ней, будет немедленно наблюдаться увеличение спроса на деньги для внутреннего обращения. Если закон это дозволяет, весь этот спрос может быть удовлетворен непокрытыми бумажными деньгами, а весь золотой запас мог бы еще оставаться пригодным для экспорта, если это потребуется. Но закон может предписывать определенное соотношение между бумажными деньгами и золотым резервом, обеспечивающим пх, и

закон может запретить выпуск билетов ниже определенного номинального достоинства, так что некоторая часть спроса на деньги должна быть удовлетворена выпуском золотых монет. Все золото, потребное для прямого или косвенного снабжения этого дополнительного предложения законных платежных средств, должно быть вычтено из суммы запаса, годного для экспорта.

Общая кредитная экспансия происходит тогда, когда все страны держат в резерве излишнее золото, т. е. когда их золотые резервы в итоге превышают ту сумму, которая требуется соображениями благоразумия и политики для их банкнотной эмиссии и вообще для всей кредитной структуры. Излишек золота вообще не должен быть распределен равномерно, но те страны, которые имеют относительно наибольшие доли его, предпримут первый шаг к расширению кредита. Они разделаются с излишком золота частью путем увеличенного спроса для внутреннего обращения, а частью путем экспорта в те страны, которые или совсем не начали расширения кредита, или не начали его в такой сильной степени. Но эти последние, получивши золото, должны будут в свою очередь расширять кредит до тех пор, пока они сами не начнут экспорт золота. Излишнее золото в конце концов может быть поглощено только через спрос для внутреннего обращения в различных странах; за исключением этого, золото должно переходить из одной страны в другую, начиная кредитную экспансию в каждом месте своего пребывания по очереди. Всякая страна, которая расширяет кредит слишком скоро и теряет больше золота, чем она располагает, должна сокращать кредит. Но до тех пор, пока имеются еще запасы излишнего золота где-нибудь, сокращение кредита в одной или двух странах, которое проходит в меньшем объеме, не должно вызвать какого-либо перерыва в тенденции к дальнейшей экспансии. Только когда спрос на деньги для внутреннего обращения во всей нашей группе золотых стран так возрастет, что потребует использования всего излишнего золота или для обращения, или для резервов, тогда экспансия кредита должна будет прекратиться, и наступит противоположное движение.

Размах движения всей системы в направлении этого приращения зависит от законов, регулирующих денежное обращение различных стран. Если бумажные деньги в обращении регулируются повсюду на основе принципа фиксированной твердой эмиссии, то всякий рост денежного обращения, будь то бумажные деньги или золотые монеты, будет необходимо требовать равного поглощения золота. Тогда — при данном размахе кредитной экспансии — поглощение золота будет максимальным, а кредитная экспансия, требующая поглощения данной суммы золота, будет минимальной.

При системе пропорционального золотого резерва, если во всех странах законы требуют золотого покрытия банкнотной эмиссии в размере одной трети, результатом будет то, что для поглощения данной суммы избыточного золота, дополнительное банкнотное обращение должно

составить в три раза большую величину, и должна будет иметь место соответственно большая кредитная экспансия.

Когда (поворотный пункт будет достигнут и скрытый спрос на наличные деньги и кредит сделается ощутимым, золотые резервы начнут падать ниже лимитов, диктуемых осторожностью. В некоторых странах законные лимиты могут быть нарушены, в других же излишек резервов сверх законного предела должен будет опасно снизиться. Тогда, для того чтобы вернуться к безопасности, должно иметь место общее сокращение кредита. Сокращение кредита высвобождает золото путем уменьшения количества денег в обращении в группе золотых стран. При системе фиксированной твердой эмиссии, данный размер сокращения денежного обращения высвобождает равную сумму золота; при системе пропорционального резерва, сумма высвобожденного золота будет равна только установленной законом пропорции.

В данном примере делается очевидным реальное превосходство системы фиксированной твердой эмиссии. Поскольку страны принимают эту систему, она имеет тенденцию ограничивать как степень экспансии, так и степень сокращения кредита.

Однако, эти преимущества получает не каждая из отдельных стран, принявшая эту систему, но вся группа стран в целом. Те страны, которые имеют более эластичную систему, должны будут проводить более жесткое сокращение кредита, но они будут вследствие этого импортировать золото от своих более консервативных соседей.

В главе VI было отмечено, что система пропорционального резерва более удобна для удовлетворения временных или сезонных колебаний. Но когда мы рассматриваем не отдельную страну, а какую-нибудь интернациональную группу, то это преимущество весьма сильно уменьшается. В силу закона средних, случайные колебания спроса на деньги в группе стран будут меньше, чем в какой-либо одной из них.

Сезонные колебания представляют собою совершенно особый случай. Они имеют два различных вида. С одной стороны, всякая сельскохозяйственная страна испытывает определенные тенденции в денежном обращении, когда собираются урожаи. С другой стороны, вексельные курсы между странами, которые экспортируют сельскохозяйственные продукты, и теми, которые их импортируют, будут склоняться в пользу первых стран, когда урожай будет погружен на корабли. Торговец сельскохозяйственными продуктами, подобно всякому другому торговцу, занимает деньги, когда покупает, и уплачивает долги, когда продает.

Расходы сельского хозяина совершаются постепенно от одного урожая до следующего. Продукт целого года становится годным к использованию только в момент жатвы и после того, как он передается торговцам, которые держат его до тех пор, пока он постепенно переходит в потребление, в промежуток времени до следующего урожая.

Если фермер будет сберегать наличный остаток путем займов и уплат, то не будет никакого сезонного влияния на денежное обращение. Фермеры увеличивали бы свою задолженность в течение года, тогда как

торговцы продавали бы продукты и покрывали бы из выручки задолженность фермеров.

Но на практике фермер часто лишен возможности полностью использовать выгоду банковских удобств. Сельское хозяйство по существу является децентрализованным делом. Фермеры в большинстве стран, обычно получают выручку от продажи своего урожая деньгами или банкнотами. И даже там, где фермеры сами имеют банковские счета, их рабочие получают дополнительную плату во время жатвы и поглощают деньги. В некоторых странах (например, в Канаде и Индии) в банковских законах имеется специальное постановление на предмет увеличенной банкнотной эмиссии в течение сезона сельскохозяйственных работ.

Экспорт сельскохозяйственных продуктов отнюдь не должен быть сконцентрирован в течение периода, непосредственно следующего за сбором урожая. В самом деле, импортирующие страны не нуждаются в продуктах до тех пор, пока их собственное производство не будет исчерпано в периоды как раз перед сбором собственных урожаев. Когда экспортеры и импортеры находятся в одном и том же полушарии и имеют приблизительно одновременные сроки урожаев, в этом случае является возможность широкого выбора в отношении точного времени, когда продукты должны быть погружены на корабли.

Для импортирующих стран целью является быть более сильными и финансово отношения. Продукты погружаются на корабли вскоре после жатвы, и торговцы в импортирующих странах должны платков, производителям за них. Когда производится платеж, вексельные курсы! становятся благоприятными для экспортирующих стран и неблагоприятными для импортирующих. Если не действуют никакие компенсирующие процессы, то золото будет уходить, и весь временный излишек импорта должен быть оплачен импортирующей страной золотом, которое будет прислано ей обратно в промежуток перед следующим урожаем. Сезонное передвижение золота взад и вперед было бы неудобной и убыточной операцией. Оно могло бы быть предотвращено путем сокращения кредита в импортирующей стране и кредитной экспансии в стране экспортирующей, но это было бы возможно только за счет расстройства, всего хода дел в обеих странах.

В период перед 1914 г. решение этой проблемы было найдено в крупной экспортной торговле Соединенных штатов с Европой. Сезонные колебания вексельных курсов стали настолько регулярными, что весной, когда американский экспорт был на самом низшем уровне и появлялась премия па фунты стерлингов, американские банкиры стали практиковать выдачу векселей на лондонских корреспондентов сроками, истекающими поздним летом или осенью, когда закупка урожая создаст обильное предложение фунтов стерлингов. Таким путем американские банкиры действительно пользовались ресурсами лондонского денежного рынка для финансирования американских производителей в период перед жатвой. Разница между экспортом и импортом покрывалась путем заемных операций вместо посылки золота.

ГЛАВА VI II

МЕХАНИЗМ ВАЛЮТНОГО РЫНКА

Обмен кредитов в одном месте на кредиты в другом мы до сих пор рассматривали без глубокого исследования способов, посредством которых эти обмены могут быть осуществлены. Мы видели, правда, в главе V, что банк, производящий валютные операции между двумя местностями, должен иметь свои учреждения в обеих этих местностях. Ибо для того, что бы долг мог быть переведен из одного места в другое, должны существовать дебиторы в каждом из этих мест. Если клиент банка, имеющий кредит в одном месте, желает получить вместо этого кредит в другом месте, простейшим способом перевода является обмен поручениями между двумя конторами банка. В одной из них счет клиента дебитуется на сумму, подлежащую переводу, и дается поручение другой конторе кредитовать счет клиента на соответствующую сумму. Задолженность банка клиенту остается в целом такою же, как и прежде, с тем исключением, что часть этой задолженности числится в другом месте и в другой денежной единице. Тогда клиент получает возможность получать деньги за счет этого вновь полученного кредита и пользоваться этим кредитом как средством платежа в том месте, где он должен уплатить.

Эта простая форма перевода является основой аккредитивного письма. В позднейшее время общее распространение получила форма телеграфного перевода.

Исторически однако переводы возникают в форме более сложного инструмента, а именно — в форме векселя. Эта форма является более сложной потому, что вексель является в одно и то же время и способом перевода и способом займа.

Векселя употребляются не только в международных сделках. Они употребляются также — и очень широко — в некоторых странах для финансирования чисто внутренней торговли. Банк ссужает деньги коммерсантам, которые заняты производством и продажей товаров. Если заемщик является обычным клиентом банка, и банк знает его дела, то деньги могут быть ему одолжены в виде аванса или кредита по открытому счету, по которому он представляет некоторое дополнительное обеспечение. Но ссуды этого рода подвержены тому — с точки зрения банкира — неудобству, что кредитор не может легко определить свои права по этим ссудам по отношению к правам некоторых других лиц. Банкиры желают держать возможно большую часть своих средств в так называемой «ликвидной» форме; их обязательства являются близкими ко всем обязательствам уплаты денег по первому требованию или по кратковременному предупреждению, и если значительная часть таких обязательств будет истребована одновременно, банкиры должны будут реализовать

часть своих средств, чтобы покрыть эти требования. Авансы клиентам могут быть очень хорошим помещением средств, но они не создают банку готовых денег в тот момент,¹ когда они должны быть уплачены. И банк может оказаться в затруднении предоставить заем без того, чтобы не были депонированы в качестве обеспечения некоторые средства, которые могли бы быть легко переданы заимодавцу. Простое засвидетельствование задолженности банковским должником отвечало бы этому требованию. Но большинство заемщиков являются сравнительно мелкими предпринимателями, чьи дела и чьи имена никому не известны, за исключением их банкиров и тех немногих предпринимателей, с которыми они ведут дела. Кредит мелкого оптовика в провинциальном городе может быть сам по себе безупречен; вероятность, что он может нарушить какое-либо из своих долговых обязательств, является меньшей, чем у какой-либо финансовой фирмы с мировой репутацией, но тем не менее его имя на обязательствах не будет иметь никакого веса, за исключением тех людей, которые достаточно знают его и состояние его дел, чтобы думать, что они могут довериться его состоятельности и его честности. Но если два коммерсанта принимают участие в сделке, для которой желательно получить заем, то каждый из них знает кое-что о состоянии дел другого, и кредит одного будет подкреплять кредит другого. И если оба они делаются ответственными по долговому обязательству, то обеспечение этого долга становится много лучше, и не потому только, что риск несостоятельности их обоих меньше, чем риск несостоятельности одного из них, но просто самый факт, что каждый из них ручается за Долг своим кредитом, показывает — в случае подлинности сделки, — что он уверен во всяком случае в состоятельности другого.

Если покупатель некоторых товаров пожелает произвести расчет за покупку путем займа на основе соединенного кредита своего и продавца, то он может предложить продавцу «трассировать вексель на него» на эту сумму. Тогда продавец выписывает документ, приказывающий покупателю, который стал его должником на стоимость товаров, заплатить деньги в некоторый определенный будущий срок тому, от которого он получает деньги взаймы, при чем дата платежа фиксируется конечно согласно периоду, на который желательно получить заем. Чтобы придать документу его полную силу, лицо, на которое он выписан — в данном случае покупатель товаров, — должно объявить о своем принятии обязательства, возлагаемого на него; выражаясь техническими терминами, оно должно «акцептовать» вексель путем подписания своего имени на лицевой -его стороне. В противном случае из самого документа не было бы видно, что покупатель когда-либо давал продавцу власть приказывать ему платить. Вексель является документом, подлежащим продаже. Первона-

¹ Акцептант является таким образом главным должником, лицом, на которое вексель выписан. Он может быть назван так же трассатом. Векселя называются иногда «акцептами».

чальный ссужатель денег может передать свои права по векселю другому лицу, просто написав на нем и сделав указание, что деньги должны быть уплачены этому другому лицу вместо него самого (т. е. сделав индоссамент на векселе в пользу этого лица); а новый держатель векселя может затем индоссировать его в пользу кого-либо другого и так далее. Поскольку вексель и надписи на нем являются подлинными, каждый держатель векселя становится абсолютным собственником прав, представляемых этим векселем; он не должен по закону сам убеждаться, что он получает этот вексель из честных рук. Но каждый держатель векселя, продавший етч> по индоссаменту кому-либо другому, рассматривается как лицо, гарантирующее платеж денег по нему при наступлении срока, и если трасант и акцептант, и другие индоссаторы — все будут не в состоянии заплатить, он может быть принужден сам оплатить вексель. Таким образом всякая надпись на векселе дает дополнительную гарантию его оплаты, и когда вексель имеет многократные индоссаменты, то обеспеченность конечного платежа становится наиболее верной.

Часто покупатели товаров предлагают продавцам трассировать не на них, а на их банкира за их счет. Кредит банкира, который очевидно выше, чем кредит какого-либо торговца, явится тогда опорой векселя. Сущность сделки в этом случае состоит в том, что покупатель имеет кредит у своего банкира, по которому он может получить деньги в соответствующее время в будущем, и будет ли он сам получать деньги по этому кредиту или уполномочит на это продавца, это является простой деталью. В том случае, когда вексель выписывается для финансирования действительной покупки товаров, последний способ является общепринятым; вексель может быть выписан, таким образом, в тот самый срок, когда отправлены товары, и на точную сумму долга. Векселя, выписываемые для других целей (финансовые векселя), часто выписываются, подобно чекам, тем лицом, чей кредит является признанным.

Само собою разумеется, что когда вексель передается по индоссаменту, то новый держатель не будет платить старому держателю полную валюту, обозначенную на векселе (которую он сможет получить только в будущий срок), но только эту сумму минус проценты за период, который должен пройти до наступления срока платежа по этому векселю. Эти проценты называются учетом, а вексель, порергпшийся при продаже учету, называется учтенным.

Одной из характерных черт средневекового «торгового права» являлось обеспечение платежей наличными деньгами по долгам. В векселе— этом наиболее типичном продукте торгового права—эта черта выявлена с особой отчетливостью. Вексель должен быть оплачен немедленно по наступлении срока (в тех случаях, когда по закону предоставляются «три грационных дня»), это значит просто, что действительный срок наступает тремя днями позднее, чем обозначено на векселе; платеж должен быть насколько не менее пунктуален). Держатель векселя не должен задерживать требование платежа, в противном случае его права

на иск — в случае просрочки — в векселедателя и подписателям отпадут. Поэтому на ликвидность векселей возлагаются особые надежды.

Векселя, выдаваемые против товаров, иногда называют «самоликвидными» на том основании, что товары, когда будут проданы, доставят средство оплаты этих векселей при наступлении срока, и использование этих векселей в банковских активах поощряется на том основании, что этот процесс не оставляет места для инфляции.

Этот аргумент является ложным. Товары, финансируемые путем выдачи векселя, могут быть проданы раньше наступления срока, и выручка может быть увязана в покупку новой партии товаров, или товары могут еще ожидать продажи, когда вексель уже будет подлежать оплате. Или они не будут обязательно проданы по цене, достаточной, чтобы покрыть сумму векселя. Всякая другая форма срочной ссуда для покупки товаров обладает теми же самыми преимуществами и недостатками в этих отношениях. Ссуда на покупку ценных бумаг может быть более реально самоликвидной, поскольку ценные бумаги являются легкорезализуемыми. И если ценные бумаги могут по временам становиться нереализуемыми, то то же может быть и с товарами.

Использование этих самоликвидных векселей не страшит и от возможности инфляции. Если общая сумма банковских ссуд возрастает, то независимо от метода кредитования — будь ли то под векселя или в виде займов, или по открытому счету — платежные средства входят в обращение прежде, чем будут проданы финансируемые ими товары. И когда цены растут, то денежная стоимость векселей, требуемых для финансирования данного количества товаров, пропорционально возрастает.

Когда векселя употребляются в международных сделках, будучи выдаваемы в одной стране с целью акцепта и оплаты в другой, они обычно учитываются в первой инстанции прежде, чем они будут акцептованы. Векселедатель продает вексель в своей стране своему банкиру, который пересылает его в страну плательщика для того, чтобы тот мог его акцептовать. Зная дела своего клиента, банкир может согласиться сразу предоставить ему кредит на сумму векселя, не ожидая известий об акцепте. Вексель представляет собою долг, следуемый лично с плательщика. Поэтому, строго говоря, обязательство могло бы следовать за ним, где бы он ни находился, и если бы при наступлении срока векселя плательщику случилось бы быть в Африке на охоте за крупной дичью, держатель векселя должен был бы последовать за ним с требованием платежа. На практике однако векселя выдаются на учреждение банка или фирмы в определенном месте. Если вексель выдан на фирму с различными отделениями, то считается, что он выдан на главную контору или на точно указанное отделение; вексель не является обязательством всех отделений без различия. И даже если место, где вексель может быть предъявлен, не определено таким путем, то вексель может быть сделан подлежащим оплате в каком-либо особом месте, — может быть, как говоря, «домицилирован». Следует хорошо запомнить, что всякая иностран-

ная вексельная операция является в действительности заменой долга в одном месте долгом в другом. Прежде чем долг может быть таким образом заменен, должно быть определено место, где он будет уплачен. Денежная единица, в которой должен быть выражен долг, определяется местом платежа, так как долги могут быть взысканы в данном месте только в деньгах, законно признанных. Таким образом и происходит, что курсы относятся к денежным единицам тех мест, в которых они назначаются. Но существенной функцией курсов является не установление отношения между долгами, уплачиваемыми в разных деньгах, но установление отношения между долгами, подлежащими уплате в различных местах. И курсы назначаются между различными местами в одной и той же стране, которые пользуются одной и той же денежной единицей.

Легко видеть, почему вексель так давно является признанной формой перевода. Когда сообщения были слабо развиты и неопределенны, импортер товаров не знал, когда они придут или когда платеж будет потребован; экспортер должен был бы ждать, по крайней мере, такое время, какое достаточно для двух поездок, прежде чем он получил бы платеж или даже известия, что отправленные им товары прибыли благополучно. Импортер, заказывая товары, уполномочивал экспортера выписывать вексель на него. Экспортер мог послать вексель с товарами корреспонденту в стране импортера, где этот вексель мог бы быть использован для уплаты всяких долгов, которые экспортер мог там иметь, или он мог бы продать вексель кому-нибудь, кому требовалось бы произвести там платежи. Продажа этих векселей и вызвала появление класса менял, которые сделали своей профессией торговлю векселями. Импортер может не знать точно, когда накладная на отправленные товары придет в его страну, и если вексель, требующий немедленной уплаты, придет вместе с товарами, то он может оказаться в серьезном затруднении. Более удобным является вексель, подлежащий уплате не немедленно по предъявлении, но имеющий некоторый срок в один месяц или в три месяца или больше, который дал бы возможность продать товары и собрать сумму денег, достаточную для оплаты векселя. Таким образом перевод развивается в ссудную операцию.

Удобства перевода путем векселей никак нельзя считать отошедшими в прошлое. Вексель сохраняет свое положение, в особенности как средство для финансирования внешней торговли. Торговцы, которые покупают в одной стране и продают в другой, подобно другим торговцам, держат свои торговые запасы частью на заемные средства. Но эти средства могут быть заняты или в стране, где торговец покупает товары, или в стране, где он их продает, или быть может даже в некоторой третьей стране.

Если две торгующие страны совместно финансируют всю их взаимную торговлю по векселям, выдаваемым экспортерами на импортеров, то естественным делом было бы для каждой финансировать свой собствен-

ный импорт. Векселя выдавались бы на импортирующую страну и ею акцептовались бы, и простейшим способом для векселей был бы учет их в той стране, где они были акцептованы и будут в конце концов оплачены. В период времени между выдачей векселя и его акцептом, пока он находится в пути в импортирующую страну, банк экспортера авансировал бы деньги, но как только вексель прибывает в импортирующую страну, он был бы акцептован и учтен, и в течение периода — возможно во много месяцев — до наступления срока векселя деньги доставлялись бы банками импортирующей страны. Учесть вексель — значит ссудить деньги; держатель векселя, пока он является таковым, есть займодавец.

В действительной практике различные страны в весьма разной степени финансируют свою внешнюю торговлю. Одна страна может финансировать практически всю собственную внешнюю торговлю, а некоторые даже финансируют торговлю между другими странами, в которой они иначе не имели бы никакого интереса. Такое положение занимает Англия теперь, а Голландия занимала его в XVII и XVIII столетиях, Венеция еще раньше. Другие же страны практически не могут финансировать даже своей собственной внешней торговли.

Необходимо заметить, что обычно кредиторы не выдают векселей прямо на своих должников, но на банки или другие фирмы, с которыми должники заключили необходимое соглашение. Торговец, который экспортирует товары в страну, кредитные учреждения которой еще мало развиты, может отказаться от расчета путем выдачи векселя на какой-нибудь из местных банков, и импортер может найти желательным договориться с иностранным банком, пользующимся мировой известностью, о кредите, на который может быть выписан вексель. В предыдущих главах мы не рассматривали качества кредита; в действительности, мы молча предполагали, что банки всегда являются состоятельными, а банковский кредит — всегда верным. Оправданием такого значительного упущения служит то, что теория кредита не может быть надлежаще понята иначе, как путем отвлечения от моментов, как зависящих, так и независящих от качества кредита.

В финансировании международной торговли качество кредита является весьма важным. Торговцы предпочитают выписывать векселя на учреждения, которые являются не только солидными, но чей вредит не возбуждает сомнения. Векселя на неизвестных банкиров если и могут быть учтены, то только на менее благоприятных условиях. Следовательно, в странах, слабых в финансовом отношении, импортеры могут платить векселями на заграничные центры. Всякий импортер, который примет этот способ, будет получать платеж за товары, когда они будут проданы, в своей собственной стране, тогда как вексель будет подлежать оплате в заграничном центре. Как часть своего соглашения с заграничным банкиром или финансистом, который будет акцептовать вексель, импортер должен предпринять меры к переводу требуемой суммы, чтобы

дать возможность банкиру оплатить вексель, когда наступит срок. Он «делает по всей вероятности этот перевод через какого-нибудь торговца (валютой, который возьмет на себя обязательство доставить требуемую «сумму в заграничный центр в обмен за эквивалент по рыночному вексельному курсу. Экспортер, который «выписывает векселя и получает платежи в этой форме, будучи торговцем и предпочитая держать на руках не векселя, а товары, будет отсылать эти векселя в заграничный центр для акцепта и учета. Может случиться, что этот заграничный центр окажется в собственной стране экспортера; если это не так, то это наверное будет один из крупнейших финансовых центров мира, так как в противном случае он не был бы избран и предпочтен. Во всяком случае, однако, этот центр должен быть удобен для получения там кредита экспортером. Отсюда следует, что векселя, акцептуемые в финансовых центрах, имеют тенденцию также быть и учетными там. И кредиты, которые образуют обязательства банкиров, и векселя, которые являются их наиболее подходящими активами, имеют таким образом тенденцию сосредоточиваться в таком центре. Соответственно развитие банковского дела присоединяется в финансовому могуществу, от которого оно должно быть все же отлечаемо.

■ Обыкновенный банк !и акцептует векселя и учитывает Их. Но в Лондоне, где преобладает финансовая специализация, существуют также учреждения, которые выполняют исключительно одну из этих функций. Учетные дома учитывают векселя, дополняя собственный капитал депозитами или деньгами, занятыми до востребования для этой цели. Акцептные дома предоставляют право выписывать векселя на них при условии, что необходимые суммы будут доставлены для покрытия векселей, когда наступит срок их оплаты. Их обязательствами являются таким образом векселя, а их активами — обязательства их клиентов доставить деньги. Кредит акцептного дома усиливает солидность векселя и дает возможность векселедателю учесть его на более благоприятных условиях, а купец, которому предоставляется вредит, платит комиссию, величина которой составляет немного больше, чем плата за гарантию. Однако будет не совсем точно, если сказать, что акцептный дом дает только простую гарантию. Требование о платеже долга не может быть обращено к гаранту, разве только дебитор будет не в состоянии заплатить. Акцептант же сам является должником по векселю. Векселедатель и бланконаддисатели оказываются по закону в положении гарантов. Акцептант должен платить немедленно по предъявлении векселя после наступления срока, независимо от того, доставил ли клиент обусловленную сумму или нет. Как следствие того, что акцептант является главным должником по векселю, вытекает также, что вексель подлежит «плате в том месте, где акцептант ведет свои дела. Если бы он был просто гарантом, это не было бы обязательно так.

Обороты финансового центра зависят весьма сильно от торговцев валютой, которые имеют здесь свои предприятия и которые осущест-

валют действительные переводы между этим центром и другими частями мира. Этими торговцами валютой являются конечно по большей части банки. Они не только переводят, покупая и продавая чеки и телеграфные переводы, но они покупают и продают векселя и предоставляют кредиты во всех странах, с которыми они ведут дела. Их активы в значительной мере состоят из векселей, и эти векселя несомненно должны быть выписаны преимущественно на этот финансовый центр. Следовательно локальное распределение их активов и пассивов не совпадают. В финансовом центре их активы превышают их обязательства. В других местах обязательства превышают активы. Если в какой-либо момент должна быть оплачена значительная часть их обязательств в одном из этих последних мест, вследствие например внезапных денежных затруднений, то может явиться необходимость обратить часть центральных активов на покрытие внешних обязательств. Векселя могут быть проданы за кредиты в финансовом центре, но кредиты не могут быть переведены без потерь через валютный рынок, так как сам валютный рынок испытывает затруднения. Кредиты должны быть обращены в золото, и это золото послано в угрожаемое место. Поэтому одним из существенных условий деятельности финансового центра является неограниченное обращение кредитов в золото и свободный экспорт золота.

Условием, которое особенно благоприятствует Лондону как международному центру, является существование здесь свободного и эффективного учетного рынка или рынка векселей. Характерной особенностью лондонского учетного рынка является то, что его торговля векселями лишена личной связи между банкиром и клиентом, каковая связь является обычно существенной в подобных сделках. В других местах лица, выдающие векселя, продают их своим банкирам, и последние обычно держат их до наступления срока. Если у них появится нужда получить деньги по этим векселям до наступления срока, то они переучтут их в центральном банке или возможно в других банках, с которыми они привыкли иметь дела.

В Лондоне, напротив, дисконтные дома всегда готовы купить всякий хороший вексель по какой-угодно цене. Они создают свободный и конкурирующий рынок, на котором тщательно оценивается значение присоединения к кредиту каждого имени на векселе, и учетная ставка дробно приспособляется к состоянию рынка из часа в час. Существует постоянный поток векселей на рынок, в очень широких размерах векселя покупаются банками от своих клиентов. Часть векселей удерживается дисконтными домами, а часть перепродается банкам, которые пожелают подержать или увеличить свой портфель векселей.

Особенностью английской банковской системы является то, что депозитные банки (clearing banks) не продают векселей и не заключают займов. Они предоставили дисконтным домам функцию добывания денег из центрального банка путем переучета. Банки держат часть своих ресурсов в форме денег, ссуженных до востребования или на короткий срок

дисконтным домам, и всякий раз, когда им требуется больше кассовой наличности, они требуют возврата потребной части этих займов. Дисконтные дома не держат сколько-нибудь значительных сумм в виде наличных остатков. Они постоянно оборачивают крупные суммы; они получают деньги, одолженные до востребования, и выручку по срочным векселям и уплачивают сколько следует за купленные векселя и по займам, требующим погашения. Они могут до некоторой степени регулировать спрос и предложение, повышая и понижая учетную ставку и ставку процентов, которую они предлагают платить по займам, но очевидно колебания ставок не могут упрочить немедленного равновесия. Поэтому дисконтные дома рассчитывают па позаймствования от Английского банка всякий раз, когда их платежи превышают их получения (см. ниже гл. XIII).

Английский банк никогда не отказывает в ссудах дисконтным домам, при чем эти займы обычно принимают форму или переучета векселей,, или ссуды (часто на неделю) под обеспечение векселями. Векселя, которые Банк будет принимать для этой цели, образуют хорошо определенную группу, вполне известную дисконтным домам.

Надежда на это последнее прибежище к Английскому банку позволяет дисконтным домам поддерживать совершенно свободный и открытый рынок, на котором векселя могут быть всегда проданы по соответствующей цене. Этот рынок нарушается только тогда, когда, как в августе 1914 г., распространяется массовое недоверие к состоятельности участников ответственности по векселям.

Финансовый центр, очевидно, должен быть очень космополитичным.. Банки, которые владеют крупным портфелем векселей, выданных на этот центр, могут собирать свой капитал во многих странах. Существенной характерной чертой является то, что даже если векселя могут быть выданы иностранцем на иностранца, все же они выданы на этот центр¹ и оплачиваются в местных деньгах. Как торговцы в большинстве ограниченных рынков одной страны платят друг другу чеками, которые проходят через единую расчетную палату, так международные торговцы платят друг другу векселями, которые выписываются на единый финансовый центр. Лондон часто называют расчетной палатой мировой торговли.

Г Л А В А I X

СОКРАЩЕНИЕ КРЕДИТА

В денежных системах, подобных тем, которые были предметом нашего рассмотрения в главах VI и VII и при которых в качестве законных платежных средств циркулируют и бумажные деньги, разменные па золото, регулирование кредита основано на золотом резерве, на свобод-

ном запасе золота, которое без нарушения закона может быть использовано или для экспорта, или для внутреннего обращения. Этому золотому запасу может угрожать или внутренний, или внешний отлив. Внутренний отлив золота в обращение обычно происходит постепенно и может быть прекращен также только постепенно путем регулирования кредита. Внешний отлив подвержен многим более быстрым изменениям и поэтому более поддается управлению. Внешним признаком условий, которые вызывают экспорт золота, является неблагоприятный курс, и проблема регулирования денежного обращения всегда представляется как проблема создания благоприятных тенденций в вексельных курсах.

Орудием для защиты золотого резерва является сокращение кредита. Этим путем потребительские затраты уменьшаются, и страна становится менее благоприятным рынком для продажи; товары внешней торговли будут отталкиваться этим рынком, т. е. экспорт будет стимулироваться, а импорт сокращаться. Но при применении этого орудия вопросом первостепенной важности является *с к о р о с т ь*, с которой это орудие может начать действовать, и в настоящей главе мы исследуем различные условия, которые влияют на чувствительность кредитной системы к сокращению кредита. Это сокращение может быть неявным, первоначально осуществляемым путем роста ставки процента по краткосрочным займам (включая конечно ставку по учету векселей), а затем усиленным теми доступными банкирам методами, которые сдерживают клиентов от заключения займов.

Мы уже показали, что высокий размер процентов действует в первую очередь на оптовых торговцев или купцов, которые ограничивают свои заказы фабрикантам или производителям. Как долго это сокращение заказов будет оказывать влияние на потребительский доход и потребительские расходы? Очевидно, что это зависит отчасти от состояния дел в тот момент, когда начинается сокращение кредита. Если многие заказы еще не выполнены, что угрожает значительным скрытым спросом на кредит, то они будут выполнены прежде, чем увеличение ставки процента даст сколько-нибудь значительные результаты. Но даже если и не будет такого накопления уже данных заказов, все же сокращение кредита может проявить свое действие только постепенно; должен пройти еще некоторый промежуток времени прежде, чем все текущие заказы будут выполнены. Если бы каждый фабрикант принимал новый заказ только непосредственно перед выполнением последнего, различные заказы в какой-либо определенный момент находились бы во всех стадиях производства; некоторые только готовились бы вступить в начальную стадию производства, другие находились бы в ранней, средней или последней стадии, а некоторые были бы только что закончены. Когда ставка процента повышается, и даже если купцы дают меньшие заказы, спрос на банковские ссуды не может полностью прекратиться, пока имеющиеся уже заказы не будут выполнены, а при наличии просроченных заказов требования на кредит не могут сократиться, пока и эти задержанные заказы

не будут исполнены. Займы фабрикантов зависят от объема работ, которые они выполняют, а займы купцов зависят от массы товаров, принять которые они обязаны. До тех пор, пока выпуск товаров фабрикантами не уменьшается, создание кредита будет продолжаться неослабно; только когда фабриканты* выполнив старые договоры, сократят свой отпуск пропорционально уменьшившимся заказам, даваемым купцами, тогда только сокращение кредита действительно начнет осуществляться.

Полное прекращение опроса на займы будет лишь тогда, когда займы купцов и займы фабрикантов будут находиться на низшем уровне. По должен еще пройти некоторый промежуток времени, равный приблизительно периоду, требуемому для исполнения заказа, прежде чем сокращение кредита будет полностью осуществлено. Период, требуемый «для выполнения заказа», является достаточно неопределенным, он зависит не только от размера заказа и природы производства, но также и от величины предприятия фабриканта. Производство простого предмета требует меньше времени, а в некоторых видах промышленности, как например в кораблестроении, период выполнения заказа может составить много месяцев.

Производство предметов постоянного капитала является в большинстве случаев длительным процессом, и поэтому крупные капитальные заказы специально приурочиваются к тому моменту, когда происходит поворот от экспансии к сокращению. Эти капитальные заказы могут быть финансируемы или путем авансов контрагентам, занятым выполнением этих заказов, или путем займов подписчикам или другим держателям ценных бумаг на рынке инвестиций. В каждом случае эти авансы в действительности являются антиципацией сбережений, которыми будут в конце концов оплачены капитальные затраты. До тех пор, пока затраты будут продолжаться, необходимые кредиты должны быть предоставлены, даже если бы финансовые условия оказались неблагоприятными и подписчики были бы рады, если бы могли отказаться от своих облигаций.

Условия сельскохозяйственного производства несколько отличны от условий индустрии. Сокращение кредита вызывает у торговцев и фермеров меньше готовности накапливать продукты на занятые деньги. Но их нежелание не отразится сразу на производстве. Фермеры не ведут своего производства, подобно фабрикантам, в соответствии с заказами торговцев. Элементы случайности в сельскохозяйственном производстве играют настолько крупную роль, что точные расчеты количеств, которые должны быть произведены,— невозможны. Фермер обычно стремится использовать всю свою землю. Вид продукта, который получается с каждого участка земли, устанавливается прежде всего по природным свойствам земли, а потом уже в соответствии с постоянными факторами рынка. Приспособление к кратковременным изменениям спроса, хотя и не отсутствует целиком, но занимает второстепенное место и, где оно происходит, ограничивается заменой одного сорта сбора другим. Во всяком случае — за исключением тех, когда вопрос идет о скоте — такое

приспособление может происходить только в период посева и только тогда, если может быть предусмотрено, каковы будут рыночные условия в период жатвы.

Нельзя поэтому считаться с общим ограничением производства в сельском хозяйстве в соответствии с общим снижением спроса. Влияние сокращения кредита на производство скорее сказывается в индустрии.

Сокращение кредита заставляет торговца уменьшать свою задолженность не только путем ограничения заказов на новые поставки, но и путем поспешных продаж существующих запасов и, быть может, также путем оставления в деле прибылей, которые могли бы быть распределены. Но поскольку дело касается внутреннего рынка, возможность продажи товаров ограничена суммой потребительских затрат; благоприятные возможности для купцов распродать свои запасы ограничены в том районе, где все население, которое торгует друг с другом, финансируется одной и той же группой банков. Но когда проблема осложняется внешней торговлей, все изменяется. Страна, курсы которой направлены против нее и золотые резервы которой находятся под угрозой, просто должна найти покупателей, которые будут финансироваться яругой группой банков, чтобы получить выход для излишка своих товаров и приобрести средства для погашения своего чрезмерного кредита.

С этой точки зрения существует большая разница между страной, которая является крупным финансовым центром, и страной, не являющейся таковым. Коммерсанты всякой страны могут быть разделены на производителей и продавцов. Производители в свою очередь могут быть разделены на производящих для экспорта и на производящих для внутренней торговли. Торговцы могут быть разделены на три группы: те, которые покупают и продают внутри страны; те, которые покупают за границей и продают внутри страны, и те, которые покупают внутри страны и продают за границей, или, более коротко, на внутренних торговцев, импортеров и экспортеров¹.

Относительно внутренних торговцев может быть предположено, что они финансируются внутри страны. Импортеры и экспортеры могут финансироваться и внутри страны и за границей. Страна, являющаяся крупным финансовым центром, будет сама финансировать как своих экспортеров, так и своих импортеров. Страна же, не являющаяся таковой, не сможет финансировать ни тех ни других в сколько-нибудь значительной степени.

Рассмотрим случай, касающийся страны последнего рода. Предположим, что она проводит сокращение кредита. Внутренние торговцы ответят на это сокращением заказов и ускорением продаж. Производители товаров внутренней торговли будут решительно ограничивать вы-

¹ Внутренние торговцы не идентичны торговцам продуктами внутренней торговли. Они могут торговать и продуктами внешней торговли, которые производятся и потребляются внутри страны.

пуск. Экспортные торговцы не будут затронуты сокращением кредита, и производители товаров для экспорта не испытают уменьшения заказов. Импортные торговцы будут иметь основания к увеличению своих продаж. Коротко говоря, так как влияние высоких процентных ставок на производителей не велико, сравнительно с влиянием на торговцев, и так как значительная часть торговцев на рынках такой страны находится вне влияния ее кредитной системы, то эффективность сокращения кредита уменьшается.

Ограничение заказов влияет в первую очередь только на производителей товаров внутреннего спроса. Производители этих товаров будут пытаться конкурировать на экспортных и импортных рынках, и, поскольку добьются успеха, они будут передавать затруднения импортным и экспортным торговцам и будут конкурировать с производителями экспортных товаров. Поскольку они добьются успеха, они будут смягчать свои собственные затруднения. Таким образом приобщение части коммерческого мира к заграничной банковской системе ослабляет влияние сокращения кредита на производство.

• Сокращение кредита проявляется не только в сокращении заказов производителям, но также и в побуждении купцов увеличивать свои продажи. Так как емкость внутреннего рынка ограничена, то внутренние торговцы будут стремиться овладеть экспортной и импортной торговлей или путем продажи товаров экспортерам и импортерам, или конкурируя с первыми на внешних рынках, а с последними на внутреннем рынке. Прямо или косвенно, результатом будет то, что внутренние торговцы развяжутся со своими избыточными запасами в обмен на заграничные кредиты. Это облегчит положение вексельного курса, и ясно, что степень этого облегчения будет пропорциональна количеству избыточных запасов. При равенстве прочих условий, избыточные запасы будут пропорциональны оборотам соответствующих торговцев. Здесь опять мы видим, как незначительность торговли, совершаемой с помощью кредитной системы страны, ослабляет эффективность сокращения кредита.

Пример страны, которая финансирует свою собственную внешнюю торговлю, представляет резительный контраст. В такой стране производители имеют весьма малое или даже совершенно не имеют прямого соприкосновения с какими-либо торговцами, которые не были бы подвержены затруднениям, благодаря сокращению кредита. В то же время экспортеры и импортеры так же, как и внутренние торговцы, все заинтересованы в продаже избыточных запасов за границу. В такой же пропорции, насколько там больше торговцев, будут больше и избыточные запасы и заграничные кредиты, полученные в обмен за них.

Механизм кредита усиливает этот контраст. В случае страны, являющейся крупным финансовым центром, и экспорт и импорт должны быть оплачены векселями, выданными на ее собственные банки или акцептные дома. Поскольку речь идет об импорте, отношение между валютным рынком и сделками, подлежащими финансированию, является простым.

Когда товары отправлены, импортер выдает вексель на обусловленный кредит в его собственной стране, и этот вексель учитывается экспортером в его стране. Учет векселя в деньгах, отличных от тех, которыми он в конечном итоге будет оплачен, является валютной операцией и непосредственно влияет на валютный рынок. Уменьшение импорта немедленно облегчает спрос на иностранные деньги.

Случай с экспортом является более сложным. Покупатель уговаривается о кредите в стране экспортера и уполномочивает экспортера выдать на него вексель. Экспортер учитывает вексель в той же самой стране, в которой он будет в конце концов оплачен, и никакая валютная операция не будет иметь места до тех пор, пока импортер не переведет аккредитиву средства для покрытия векселя.

В стране, на которую выдаются оба класса векселей, где проводится сокращение кредита и экспорт стимулируется, а импорт задерживается, образуется крупная масса текущей задолженности, следуемой ей от стран, в которые она экспортировала в прошлом. Ежедневно при оплате векселей, которыми финансировался экспорт, должны будут переводиться суммы для покрытия этих векселей из тех стран, куда были посланы экспортированные товары. В то же время экспортеры, которые финансировались этим путем, под влиянием высоких учетных ставок будут продолжать снижать свою задолженность путем уменьшения запасов. Они будут воздерживаться от закупок и соответственно не будут учитывать векселей; они ускорят продажи за наличные в заграничные страны и таким образом получают дополнительный кредит за границей. В то же время импортеры, будучи в равной мере подвержены затруднениям денежного рынка, подобным же образом будут воздерживаться от покупок, и меньшее количество векселей будет предъявляться к учету за границей. Все эти тенденции в совокупности заставят вексельные курсы сразу реагировать на сжатие кредита.

Напротив, страна, чья внешняя торговля целиком или почти целиком финансируется из-за границы, имеет, как мы видели, меньше возможности стимулирования экспорта и препятствования импорту путем сокращения кредита. И даже такая возможность, когда она используется, действует на курсы менее легко. Увеличение экспорта является непосредственно эффективным, сопровождаясь пропорциональным увеличением количества векселей на иностранные центры, требующих учета на валютном рынке прежде, чем они будут посланы за границу. Но уменьшение импорта только уменьшит количество векселей, сроки которых наступят через один, два или три месяца; в этот промежуток не произойдет ничего, что облегчило бы валютный рынок, который должен доставить переводы для покрытия при наступлении срока векселей, выданных один, два или три месяца тому назад.

Большая чувствительность страны, являющейся крупным финансовым центром, к сокращению кредита будет в значительной мере результатом большей пропорции краткосрочной задолженности, следуемой этой

стране от купцов, сравнительно с задолженностью, следуемой от фабрикантов, так как фабриканты менее чувствительны, чем купцы, к уровню процента. В ответе торговцев на рост процентной ставки обе стороны являются важными — и ограничение их покупок и увеличение их продаж. Увеличение продаж, благодаря наплыву заграничных кредитов, дает немедленное облегчение курсам, но этого недостаточно. Если бы напряжение кредита ослабело слишком скоро, тогда как потребительские затраты все еще оставались бы чрезмерными, вексельные курсы сразу испытали бы рецидив. Сокращение потребительских затрат определяется ограничением производства, а ограничение производства определяется ограничением торговых закупок. Если только одни внутренние торговцы испытают сокращение кредита, ограничение производства будет только частичным; если же это коснется и внутренних торговцев и экспортеров,—ограничение будет полным.

Постепенное уменьшение потребительских затрат является сущностью контроля денежного обращения. Если потребительские затраты становятся чрезмерными, это происходит вследствие слишком обильного создания кредита; слишком обильного — в сравнении с условиям[®] и перспективами кредита за границей. В первый момент кредитная экспансия стимулирует производство; когда этот стимул перестает легко действовать, тогда начинается рост цен — частью виртуальный, частью действительный. Когда вся производительная машина работает при высоком уровне ценности денег и рынки становятся незаслуженно привлекательными для товаров внешней торшвли, импорт увеличивается, экспорт падает, и излишек задолженности подлежит уплате. Если эти условия будут продолжаться, остаток будет уплачиваться золотом до тех пор, пока золото не иссякнет. Сокращение кредита, понуждая торговцев увеличивать их продажи и уменьшать покупки, поможет осуществить немедленное исправление неблагоприятного баланса задолженности и предохранить золотой запас от дальнейшего опустошения. Но радикальное излечение не может быть достигнуто, пока причина расстройства не будет устранена, т. е. пока чрезмерные потребительские затраты не будут снижены.

В одном отношении могущество крупного финансового центра является существенным неудобством. Когда этот финансовый центр направляет сокращение кредита на международных торговцев, оказываются стесненными не только собственные производители, но до некоторой степени и производители в других странах. Сокращение кредита давит на мировые рынки; производители повсюду наблюдают, что спрос ослабевает, продажи ускоряются. Мировые цены падают, или, другими словами, заграничные деньги дорожают. Целью сокращения кредита было препятствовать обесценению денег в сравнении с деньгами других стран, вздорожание же заграничных денег противоречит этой цели. С другой стороны, заграничные страны получают золото и не хотят вздорожания своих денег. Они также, вероятно, готовы использовать свою возможность регулирования кредита, т. е. произвести экспансию.

Когда вопрос идет не о том, чтобы препятствовать обесценению своих денег в сравнении с деньгами других стран, а об общем сокращении кредита во всех странах с золотой валютой, то главная роль естественно переходит к той стране, которая является крупным финансовым центром. По своему собственному побуждению она может сделать большую часть того, что требуется не только для себя, но также и для своих соседей.

Это главенство в деле регулирования кредита долгое время являлось прерогативой Лондона. Во время биметаллизма до 1871 г. Париж разделял эту ответственность. Прекращение этого по всей вероятности должно быть приписываемо не столько несчастной войне, сколько отказу от биметаллизма, лишившему Французский банк свободы оплачивать свои банкноты пятифранковыми серебряными монетами вместо золота. Германский Рейхсбанк также не был готов допустить свободный экспорт золота.

Париж продолжал играть роль международного центра, так же, как и другие континентальные города в роде Амстердама, Гамбурга, Франкфурта и Вены. Но Лондон далеко обогнал все эти города. Вексель на Лондон был орудием финансирования значительной части международной торговли мира. Кредит повсюду следовал за ставкой Английского банка.

Влияние сокращения кредита в одном центре на торговлю в другом тесно связано с употреблением этими центрами общей металлической валюты. Если один из них или оба имеют неразменные бумажные деньги, то сокращение кредита и падение цен в одном может существовать одновременно с расширением кредита и ростом цен в другом. Курс был бы направлен против последней страны и поддерживал бы равновесие в платежном балансе.

Существует однако некоторая тенденция к установлению единства в движении кредита, вопреки пользованию взаимно независимыми денежными системами. Во-первых, когда торговцы, занятые в международной торговле, побуждаются к продаже и воздерживаются от закупок вследствие сокращения кредита,— их операции в первый момент будут направлены как на рынки с бумажными деньгами, так и на рынки с золотыми. Это будет продолжаться до тех пор, пока бумажные деньги на первых рынках не начнут обесцениваться. Но это обесценение отнюдь необязательно должно наступить, так как неблагоприятное положение международных рынков может вызвать сокращение кредита в странах с бумажными деньгами.

Когда первоначальное сокращение кредита выйдет за пределы ранней стадии, которая затрагивает только торговцев, и уменьшатся потребительские затраты в золотых странах, то страны, пользующиеся бумажными деньгами, находя мировые рынки неблагоприятными при существующих ценах и размерах курса, могут приспособиться к положению рынков, назначая низшие цены, вместо менее благоприятных размеров курса. Контроль кредита может быть применен как для усиления этой тенденции, так и для ее исправления; но если кредитная система— страны,

пользующейся бумажными деньгами, целиком предоставлена самой себе. то внешним выражением этого кредитного контроля будет по всей вероятности соответственно некоторое сокращение кредита, соединенное с некоторым неблагоприятным движением вексельных курсов.

В равной мере справедливо, что кредитная экспансия золотых стран будет стремиться произвести соответственную экспансию в странах, пользующихся бумажными деньгами.

До этого момента мы ограничивали свое внимание исследованием влияния сокращения кредита на товарные рынки. Но рынок инвестиций также затрагивается этим. В финансовом центре рынок инвестиций имеет международный характер. Его обороты включают сделки с международными ценностями, и торговцы поддерживают предложение этих ценностей. Торговцы покупают и продают ценности в пользу заграничных клиентов, а заграничные клиенты по всей вероятности во всякий момент задолжены торговцам, частью за ценности, купленные и еще, не переданные, а частью за ценности, удерживаемые со спекулятивной целью.

Сокращение кредита делает менее привлекательным держание ценностей на занятые деньги. Может быть, возможно извлекать прибыль, занимая из 6% для того, чтобы держать ценности, которые приносят 5%, потому что очень легкое повышение капитальной ценности могло бы оправдать проценты за несколько недель. Но если нет надежды на повышение капитальной ценности, то сделка ничем не оправдывается—

Если заграничные клиенты рынка инвестиций начнут покупать свои ценности и погашать свою задолженность, то это окажет непосредственно благоприятное действие на курс. Если же они будут продавать ценности, чтобы погашать свою задолженность, то положение будет иное, так как непосредственный эффект выразится в переходе бремени этих ценностей к торговцам, которые их купят. Но затруднения, протекающие от сокращения кредита для торговцев, заставят их предлагать ценности для продажи по более приемлемым ценам, и, поскольку рынок держит международные ценности, покупателями явятся частью иностранцы.

В то же время начнется определенное ослабление эмиссии новых капиталов. В международном центре это будет обозначать уменьшение экспорта капиталов, которое должно иметь непосредственно благоприятное влияние на вексельные курсы.

Движения товаров и ценностей под влиянием 'сокращения кредита зависят от действия заемщиков. Нам остается рассмотреть действие роста процентной ставки на заимодавцев. Предположим на время, что процентная ставка растет в стране, которая не имеет той же самой валюты, как ее соседи, так что не существует золотых точек для колебаний вексельных курсов. Если ставка учета для трехмесячных векселей будет в этой стране на 1% выше, чем повсюду, то владелец кредита в какой-либо заграничной стране будет испытывать побуждения перевести его в эту страну, чтобы ссудить его из этого более выгодного процента. Но так как прибыль от этой операции составила бы только 1%, т. е. за три месяца около %%,

то это стремление переводить деньги могло бы быть устранено угрозой потери на курсе не более 4 %, когда деньги были бы уплачены. Выигрыш от разницы в 1 % по краткосрочным долгам был бы настолько незначителен сравнительно с риском курсовых потерь, что, очевидно, между процентными ставками в странах, не имеющих общей валюты, может существовать большое различие. Прямое действие на курсы, через привлечение переводов от заимодавцев, было бы незначительно сравнительно с действиями высокой процентной ставки на тех, кто занимает деньги, чтобы держать запасы товаров и ценностей.

Но когда рост процентной ставки происходит в стране, принадлежащей к золотой группе, то положение будет более сложным. Если цель состоит в том, чтобы задержать инфляцию, которая вызывает экспорт золота, то вексельные курсы будут стоять на высшей золотой точке. Побуждения заимодавцев переводить деньги из-за границы не будут испытывать угрозы потери на курсе, если только курс не будет уклоняться от высшей золотой точки, и очевидно, следовательно, что даже если бы дополнительная ставка процента была наименьшая, чтобы дать прибыль, заслуживающую внимания, это не окажет противодействия, пока будет иметь место поток переводов из-за границы, достаточный, чтобы приостановить отлив золота совершенно. До тех пор, пока курс остается на высшей золотой точке, заграничные заимодавцы получают чрезвычайно высокий процент, и они не могут потерять на курсе, когда наступит срок займа и заимодавцы пожелают перевести обратно свои деньги в свою страну, так как курс не может выйти за пределы высшей золотой точки до тех пор, пока золотая валюта остается эффективной.

На практике однако остается место для очень значительной разницы между ставками процента на различных рынках, во всяком случае, для краткосрочных позаймствований. Разница, скажем, в 1%, а при трехмесячных векселях всего 1/4 % может не быть достаточной, чтобы вознаграждать за чрезмерные хлопоты и покрыть, быть может, издержки по комиссии за двойной перевод. К тому же искусство ссужать деньги является в значительной мере искусством отыскания подходящих заемщиков. Финансист не может в короткое время найти подходящего заемщика в стране, которую он не знает, и могут встретиться затруднения при защите его прав в судах заграничной страны, если бы это стало необходимым, во всяком случае без чрезвычайных судебных издержек. Эти спекулятивные заимодавцы должны быть по всей вероятности связаны поэтому с теми финансовыми домами, как например банки, которые уже имеют свои учреждения в странах, о которых идет речь, так же, как и в своей собственной стране.

Мы предполагаем, что ставка процента повышается с целью сдерживать инфляцию. Если происходит инфляция кредита в одном из мест, где банк ведет свои операции, то в первый момент явится крайняя необходимость переводов денег из этого места. Кассовая наличность банка здесь и его обязательства до востребования в других местах возрастут.

Вексельные курсы будут направлены против страны, переживающей инфляцию, и если, когда будет достигнута высшая золотая точка, переводы не прекратятся, то деньги начнут пересылаться прямо в золото. Если ставка процента тоща возрастет, то банк будет очень расположен использовать выгоды этого роста, выдавая в ссуду излишние деньги, которые иначе должны были бы быть переведены за границу. Но легко видеть, что это не может быть очень заманчивым источником прибыли. Поток переводов, идущий в одном направлении, изменяет баланс банка, заменяя средства в той стране, откуда делаются переводы, на средства в той стране, куда эти переводы направляются. Поскольку новые средства в первой стране являются наличными деньгами, при чем эти деньги являются золотыми или бумажными, разменными на золото, баланс может быть исправлен пересылкой золота из одной страны в другую. Но как скоро банк одалживает золото, то это золото замещается иного рода активами, а именно: займами, локализованными в стране, в которой они заключены.

Существуют ясные пределы возможности этой заменимости. По мере того, как банк приобретает средства в одной стране, он теряет их в другой. В последней он встречается с неблагоприятным расчетным балансом и должен реализовать достаточную сумму своих ресурсов для этой цели. Это значит, что он должен продать или заложить векселя или инвестиции или иным путем потребовать возврата ссуд; он должен понизить свои ликвидные средства, или причинить затруднения, притеснение или даже разорение клиентам, чьи кредиты не являются легко реализуемыми.

Часть обязательств банка в одной стране может быть покрыта средствами в другой стране. При условии, что эти средства могут быть реализованы в короткий срок и вырученные суммы переведены в другую страну без потерь, это не создает никакой опасности. Первое условие требует свободного и чуткого учетного рынка. Ликвидность может быть много лучше обеспечена помещением средств в векселя, которые могут быть проданы, чем выдачей денег в ссуду на короткий срок и расчетом на право востребования ее. Опыт неоднократно указывал, что деньги, выданные в ссуду до востребования, при затруднительных обстоятельствах не могут быть получены.

Другим условием безопасности ссуды денег в иностранном центре является возможность перевода в свою страну денег, если одолженные суммы должны быть реализованы. Это значит, что для того, чтобы привлечь заимодавцев, должно существовать доверие не только к заемщикам, но и к деньгам, в которых заем будет оплачен. Если инфляция, существование которой мы предполагаем, изгоняет из обращения золото и приводит к приостановке золотых платежей, то не только прибыль, антиципируемая иностранным заимодавцем благодаря чрезвычайному проценту, будет сведена к нулю, но может быть и крупный недостаток в ценности средств, по сравнению с обязательствами до востребования в

золотых деньгах, обеспечением которых эти средства должны были являться.

Таким образом эффективность высокой ставки процента в деле привлечения краткосрочных займов из-за границы зависит от доверия в состоятельности заемщиков, от доверия к деньгам и от доверия к постоянству свободного и действительного рынка векселей. Это — условия, которые создаются только в крупном финансовом центре. Здесь следовательно есть еще одно преимущество, которым обладает сильная в финансовом отношении страна, — в регулировании вексельных курсов.

Но здесь опять нужно отметить, что равновесие не может быть окончательно восстановлено без соответствующего сокращения потребительских затрат. Когда учетная ставка поднимается, то поддержка, даваемая курсу привлечением денег из-за границы для краткосрочного помещения, является не более чем временной; она длится только до тех пор, пока деньги действительно приходят, т. е. пока общая сумма иностранных денег, инвестируемых в этой стране, возрастает. В момент приостановки этого роста благоприятное действие на курсы прекращается; когда сумма заграничных инвестиций начинает уменьшаться, действие на курсы становится неблагоприятным. Таким образом привлечение заграничных денег есть в сущности только преходящее средство.

Оно оказывает такое же временное влияние на платежный баланс, как экспорт такого же количества золота. Но тогда как экспорт золота имеет тенденцию уменьшить предложение денег и привести к сокращению кредита, привлечение заграничных заимодавцев не оказывает такого влияния. Операции заграничных заимодавцев, действительно, замещают на равную сумму ссуды собственных банков страны. Но это вероятно составит весьма малое или даже не составит никакого уменьшения банковских средств в целом, поскольку кассовое положение банков остается незатронутым; заключение займов, в действительности, получит поощрение, и общий итог краткосрочных ссуд (возрастет).

Центральный банк может пресечь этот процесс путем снижения своего портфеля ценностей и достижения эффективности банковской ставки процента, как если бы имело место изъятие золота. Но необходимость суждения — когда и насколько осуществлять это — осложняет работу банка.

Наиболее серьезное усложнение заключается в том, что привлечение заимодавцев из заграничных стран вызывает повышение учетных ставок в этих странах; они также заражаются сокращением кредита.

Ставки не должны расти равномерно в других странах. Для того чтобы иностранные заимодавцы вообще были привлечены, должна быть некоторая разница. Учетные ставки или краткосрочные проценты в различных центрах объединяются посредством золотой валюты, но они могут свободно варьировать внутри пределов, «ссудных точек», как их называют, схожих с золотыми точками вексельных курсов. Если излишек в 17* по трехмесячным векселям будет совершенно достаточен, чтобы

привлечь американского заимодавца на английский рынок, тогда учетные ставки в Лондоне не могут обычно быть больше, чем на 1 % выше ставок в Нью-Йорке (до тех пор, пока курс близок к точке, при которой золото может быть экспортируемо из Англии в Америку) |

Эти пределы, однако, как зависящие от многих неопределенных факторов, никоим образом не являются столь же определенными или постоянными, как золотые точки вексельных курсов. Когда все легко распределяемые остатки уже поглощены, требуется существенно большая разница в процентах, чтобы привлечь добавочные средства. А малейшее недоверие к деньгам может сделать эти пределы недействительными. После кризиса 1866 г. банковская ставка в 10% была некоторое время бессильна привлечь золото в Лондон (см. ниже, гл. X).

При условиях, которые господствовали с 1871 по 1914 г., различия в ставках краткосрочного процента между разными финансовыми центрами были редко такими, чтобы вызвать очень значительные передвижения балансов наличных денег. Когда во главе шла ставка Английского банка, то все крупные страны золотой валюты шли наравне с ней, и те расхождения, которые могли бы вызвать широкие различия в ставках краткосрочного процента между одним и другим центром, не имели места.

Ставка Английского банка, тем не менее, была более чуткой, чем ставки в других центрах. Она должна была повышаться или понижаться в соответствии с состоянием денежного рынка и вексельных курсов, а заграничные ставки только отвечали этим движениям, когда разница грозила стать чрезмерной. Критики часто отмечали это и утверждали, что в английской кредитной системе имеется некоторая неправильность, так как банковская ставка изменяется вдвое чаще в Лондоне, чем в Париже или Берлине. Они не обращали должного внимания на тот факт, что Французский банк и Рейхсбанк практически переуступили контроль кредита в Европе Английскому банку.

Когда в 1925 г. в Англии была восстановлена золотая валюта, явилась необходимость прекратить обесценение фунта в отношении доллара и других золотых денег. Разрыв, подлежащий в этом случае заполнению, был значительнее тех разрывов, которые наблюдались в довоенных условиях. К восстановлению этого разрыва был применен традиционный -инструмент — высокая банковская ставка, но ее эффективность была значительно ослаблена, так как она наталкивалась на мировые условия кредита и гнала вверх покупательную силу доллара так же, как и фунта. Только более суровые меры дефляции помогли осуществить некоторое равновесие. В то же время общей ситуация затемнялась передвижением текущих балансов из Нью-Йорка в Лондон и обратно.

Очень укоренившееся ошибочное представление одерживает верх в ¹

¹ Страна с благоприятный курсом может встретиться с много большими затруднениями в привлечении заграничных заимодавцев, так как в этом случае существует риск на курсе.

использовании учетной ставки для защиты золотых резервов. Часто предполагают, что свойство этого метода заключается в привлечении балансов из-за границы для временных вложений. В действительности это не более, как средство кратковременной помощи, и для того, чтобы сопротивляться чему-нибудь более серьезному, чем случайное и (временное нарушение равновесия, необходимо полагаться на способность сокращения кредита привести *K* уменьшению потребительских затрат и к снижению уровня цен. Это непонимание было особенно злополучно по своим последствиям во время войны и последующего обесценения фунта стерлингов, так как было ясно тогда, что колебания курса уничтожали способность высоких ставок краткосрочного процента привлекать балансы, и были сделаны поспешные выводы, что высокая банковская ставка ничего не может сделать. Это заблуждение было ясно охарактеризовано Комиссией лорда Бейлифа (§ 5 of Interim Report of July, 1918), но не было искоренено, вопреки высокому авторитету этого органа.

Во всяком случае, способность привлекать балансы для временных вложений уменьшает напряжение немедленного спроса на золотой резерв. И поскольку эта способность наиболее обширна в крупном финансовом центре, страна, которая не находится в таком положении, вынуждается держать относительно больший золотой резерв или будет подвержена опасности оказаться с истощенными резервами и обесцененными деньгами при наступлении критических обстоятельств.

Чтобы избежать этой дилеммы, избавиться от ненадежности малого резерва, с одной стороны, и расходов на большой резерв — с другой, была изобретена система Gold Exchange Standards, о которой уже упоминалось выше в главе VI.

Если даже страна совершенно не занимает положения финансового центра, если никто не выписывает векселей на нее — даже для финансирования ее собственной импортной торговли, — нет ничего, что могло бы препятствовать этой стране помещать капитал в векселя, выписанные на другие страны. В момент напряжения, когда курсы неблагоприятны, население приходит в центральный банк страны получать золото для экспорта. Это делается единственно для того, чтобы получить кредиты в обмен на золото в зарубежных странах, и этих людей так же хорошо устроило бы, если бы центральный банк мог дать им кредиты на эти иностранные страны вместо золота. Центральный банк поэтому делает своей регулярной практикой использование части своих ресурсов на покупку векселей, подлежащих оплате в одном или многих финансовых центрах, выбранных таким образом, чтобы это были те, в которых торговцы страны наиболее вероятно пожелают иметь кредиты¹. Векселя должны быть куплены несомненно после акцепта и должны быть предъявлены к платежу, если они еще останутся в портфеле банка при наступлении срока, и следовательно байк должен иметь агентства или представитель-¹

¹ См. Keynes J. M., Indian Currency and Finance, гл. II.

ства в тех центрах, на которые эти векселя выданы. Пока векселя удерживаются банком, они могут быть или оставлены в этом центре или взяты центральным банком к себе. Когда вексельные курсы становятся неблагоприятными, центральный банк может выступить на валютном рынке и или предлагать для продажи действительные заграничные векселя, или сам выписывать векселя на заграничные центры в пользу торговцев, которые желают перевести туда деньги. Сущность этой системы состоит в том, что центральный банк получает возможность распоряжаться средствами в иностранном центре. Векселя, акцептованные в этом центре, являются удобной формой владения такими средствами, но деньги, ссуженные до востребования или помещенные на вклад, или вложенные в легко реализуемые ценности, служили бы этой цели так же хорошо. Владение такими средствами во всякой форме позволяет центральному банку исправлять положение валютного рынка путем предложения для продажи векселей, выписанных на него.

Эта система имеет двойную выгоду в том, что она действует на курсы даже более прямо и точно, чем экспорт золота, и что векселя или другие иностранные активы — в противоположность золоту — приносят проценты. Накопление огромного золотого резерва является непроизводительной затратой, если не считать финансовой устойчивости, которую дают эти резервы, — и если эта устойчивость может быть равно хорошо достигнута без жертвы, заключающейся в непроизводительности такой большой части богатства страны, то нет основания подвергать себя этой затрате. Заграничные векселя или денежные остатки за границей обеспечивают так же верно, как и золотые резервы, разменность и паритет бумажных денег; когда курсы становятся неблагоприятными, то векселя на иностранные центры продаются и оплачиваются бумажными деньгами, являющимися законным платежным средством, которые таким образом извлекаются из обращения. Очевидно, что вся система зависит от бумажных денег, извлекаемых из обращения; если они будут опять выданы взаймы, то ничего не будет сделано для восстановления курсов, только центральный банк заменит просто иностранные активы внутренними. Если бумажные деньги, изъятые однажды, будут удержаны вне обращения, то получится такой же эффект, как и от экспорта золота; покупательная сила в обращении уменьшится на такую же сумму, но для того, чтобы было достигнуто пропорциональное уменьшение в количестве кредита, ставка процента должна быть повышена.

Не имеет большого значения, в какой стране держатся заграничные активы при одном условии, что это будет достаточно важный финансовый центр для векселей, выдаваемых на него, чтобы эти векселя всегда были в значительном спросе. Если векселя могут быть свободно проданы, то необходимое изъятие законных платежных средств в форме бумажных денег может быть осуществлено, и если даже главный спрос будет на векселя, выданные на другой финансовый центр, продажа векселей переведет этот спрос на тот центр, на который будут выданы векселя.

Если бы банки в каждой стране держали в числе своих активов достаточную сумму векселей или других заемных документов, оплачиваемых при наступлении срока в других странах, все могли бы регулировать свои валютные курсы без всякой пересылки подлинного золота. На практике однако страны не расположены впадать в незаслуженную зависимость от своих соседей в таком важном деле, как регулирование кредита или денежного обращения, единственно потому, что война могла бы отрезать их в любой момент от одного или другого финансового центра, где размещены их заграничные активы. Но вопреки этому риску, Россия, Австро-Венгрия, Япония, Аргентина, Греция, три Скандинавские страны — все пользовались до войны этим удобным субститутом золотого резерва, а колониальные государства, будучи свободны от военного риска, целиком основывали свою денежную систему в некоторых случаях на активах, которые они держали для этой цели в своих метрополиях. Британские колонии в Восточной и Западной Африке, Малайский Архипелаг, Филиппины, Голландская Ост-Индия являются тому примером. Там, как и в Индии, таким путем регулируется не только банкнотная эмиссия, но и серебряная монетная система. Если бы существовала свободная чеканка серебра, то единицей ценности было бы несомненно серебро, но серебро чеканится только по усмотрению правительства, и путем ограничения суммы чеканного серебра ценность стандартной монеты держится — в согласии с количественной теорией — на несколько более высоком уровне, чем рыночная ценность серебряного слитка, из которого сделана эта монета. Переоцененные серебряные монеты или «знаки» этого рода были названы «билетами, отпечатанными на серебре» («notes printed on silver»), и при условии, что колебания ценности серебра не поднимут их внутренней ценности выше их номинальной ценности, они служат для обращения в точности таким же путем, как и бумажные деньги, являющиеся законным платежным средством.

Чуткость кредитной системы к изменениям банковской ставки зависит весьма сильно от характера хозяйственной деятельности страны и от пропорций, в которой эта деятельность финансируется кредитом. Так как торговцы являются классом, наиболее зависимым от кредита и наиболее чутким к его движениям, то страны с преобладающим коммерческим характером будут соответственно более чуткими, и их кредитная система будет более легко поддаваться контролю. Крупные фабриканты хотя и менее чутки и владеют меньше возможностью хозяйственной инициативы, чем торговцы, тем не менее являются крупными заемщиками. Фабрикант, будучи покупателем сырья и продавцом своих готовых продуктов, имеет некоторые характерные черты торговца. Он будет готов довести до истощения свои запасы сырья в то время, когда он не может занять на благоприятных условиях, хотя желание поддерживать свое дело заставит его купить при условиях, когда торговец этого не сделал бы. Иногда, побуждаемый тем же самым мотивом, он будет производить в запас, когда он не имеет на руках заказов и когда у него нет надежды

немедленно продать. Для того, чтобы держать большие запасы непроданных товаров, чем обычно, он должен занимать, и условия, на которых он будет занимать, будут влиять до некоторой степени на его действия, хотя и не с такой силой, как на действия торговца при аналогичных обстоятельствах.

Розничные торговцы отличаются в некоторых отношениях от оптовых купцов. Деятельность оптовика должна быть бдительна и приспособлена к обстоятельствам. Сфера розливки; а более ограничена и требует от него меньше инициативы. Часто обычаи его торговли подробно предписывают те цены, которые он может назначать. Он должен накладывать фиксированный процент выше цены, которую он платит за продаваемые товары, и, когда оптовая цена изменяется, он должен продавать свои существующие запасы по старой цене, которая больше не соответствует их восстановительной стоимости.

Поскольку розничник лишен возможности приспособления своих цен к рынку, ему закрыта также и возможность защиты самого себя от колебания спроса. Он должен продавать дешево при растущих рыночных ценах и наблюдать, как тают торговые запасы прежде, чем он начнет получать товар по более поздно приобретенным накладным.

Когда потребительские расходы возрастают, то чем меньше будет рост цен, тем больше будет рост количества покупаемых товаров. Более быстрым будет следовательно опустошение запасов, и тем больше будет объем производства, требуемый для их пополнения. Результатом этого будет усиление действий кредитной экспансии.

Подобным же образом всякое препятствие снижению розничных цен будет уменьшать действия сокращения потребительских затрат. До тех пор, пока розничники удерживают свои цены, продажи будут задерживаться, меньше будет даваться заказов, а производство будет сокращаться. Когда наступит жесткое сокращение кредита, розничники особенно будут противодействовать снижению цен, чтобы открытое признание обесценения их торговых запасов не привело их банкиров к востребованию ссуд, которые не имеют больше соразмерного обеспечения. Между тем, в действительности они теряют больше от ограничения продаж, чем выигрывают от сохранения цен, и задержка дел является настолько разорительной, что торговый обычай смягчает эту напряженность назначением время от времени распродаж старых запасов со скидкой.

Как уже было отмечено, сельскохозяйственное производство менее чувствительно к кредиту, чем промышленность, даже если фермеры имеют обыкновение занимать деньги у своих банкиров. Но мелкие крестьяне находятся в ином положении. Их неподкрепленный кредит не позволяет им занимать денег на сносных условиях, а их хозяйство слишком мало, чтобы давать возможность держать банковский счет. Они продают свой урожай на деньги, металлические или бумажные, и постепенно тратят эти деньги в период до следующего урожая. Крестьянские страны, как Индия или Египет, развили сравнительно мало банковое дело для своих собст-

венных нужд. Беля необходимые торговые сделки такой страны финансируются ее богатыми соседями, то ее денежное обращение почти совершенно не чувствительно к банковскому контролю. Когда заграничные страны сокращают кредит, эта страна ничего не может предпринять, чтобы идти в уровень с ними; она должна оставаться пассивной, тогда как ее крестьянское население, находя свои продажи на заграничных рынках уменьшившимися, постепенно растрчивает свои запасы, пока сокращение покупательной силы не снизит цены до международного уровня.

Может показаться таинственным, что такое легкое изменение, как возрастание ставки процента по срочным займам на 1 или 2 %, может дать так далеко идущие результаты. Объяснение этого отчасти может быть найдено в непосредственной реакции торговцев, которым принадлежит руководящая роль в экономике. Но эффект очень значительно усиливается тем фактом, что сокращение кредита дает начало падению товарных цен, а падение цен само по себе имеет тот же эффект, как и дальнейший рост процентной ставки. Мы видели в главе II, каким образом рост цен действует как причина, побуждающая купцов увеличивать свои запасы, и что ставка процента, для того чтобы привести к уменьшению запасов, должна быть достаточно высока, чтобы преодолеть рост цен. И точно так же, как рост цен увеличивает прибыль торговца и заставляет его ускорять свои покупки, так падение цен уменьшает прибыль и заставляет его ускорить продажи. Действительно, раз ставка процента начала оказывать действие и давить на цены, падение цен само по себе усиливает эти действия. Это есть еще один пример феноменов, которые постоянно повторяются в теории кредита и которые несомненно лежат в основе внутренней неустойчивости кредита; возбуждающая причина дает толчок дальнейшим действиям, которые в свою очередь имеют тенденцию к дальнейшему стимулированию самой причины. Когда движение кредита определенно сменит направление, и за экспансией последует сокращение кредита, то понижательная тенденция цен явится достаточной для поддержки процесса сокращения, даже если ставка процента не будет больше, в сравнении с обычной, высокой. Торговцы, которые не могут встать на путь продаж по восстановительной цене, будут в силу этого противиться покупкам. Чтобы представить то же самое с другой точки зрения,—денежная единица возрастает в своей ценности, и заемщики, совершенно независимо от тяжести процента, должны уплачивать большую сумму покупательной силы в товарном выражении, чем они первоначально получили.

В период кредитной экспансии цены возрастают, и прибыли остаются высокими, а ставка процента повышается в соответствии с прибылью. Экспансия достигает кульминационного развития и кончается дальнейшим ростом ставки процента до пункта, на котором она поглощает ожидаемую прибыль, после чего наступает период сжатия кредита и понижения процента. И даже после того как банковские резервы повсюду восстановят свою нормальную пропорцию к банковским обязательствам,

процент будет продолжать оставаться низким для дальнейшего периода, чтобы побудить торговцев снова приняться за дела по займам и покупкам. История лондонского денежного рынка полна примеров этого чередования высокого и низкого процента.

Периодичность расширений и «сокращений» кредита давно уже привлекает внимание экономистов. Эта периодичность является естественным результатом слабой приспособляемости кассовых остатков населения или, другими словами, кассовой части неистраченного запаса к движениям кредита. Кредит легко поддается экспансии, но эта экспансия не сопровождается немедленно соразмерным увеличением заработков рабочих классов или их способности поглощать наличные деньги. Даже когда заработки обнаружат тенденцию к существенному росту, это в значительной мере приведет не к увеличению сбережений, а к увеличению затрат. До тех пор, пока деньги, уплачиваемые в один платежный день, возвращаются в банки через лавки на следующий день, кассовые резервы банков никакого добавочного найряжения не испытывают. С того момента, когда заработки впервые начнут расти, начнется естественное постепенное приращение кассовых остатков населения, которое будет продолжаться до тех пор, пока эти остатки не окажутся в должной пропорции к возрастающим заработкам. Но даже если и не будет дальнейшего роста заработков, этот процесс все же займет значительное время. До тех пор, пока будет иметь место расширение кредита, заработки будут возрастать. Когда кредит начнет сокращаться, заработки еще будут достигать максимума, а кассовая часть неистраченного запаса все еще будет находиться на низком уровне, соответственно этому максимуму. Лица, получающие заработную плату, действительно все еще будут получать больше денег, чем они тратят.

Первый удар сокращения кредита падает на прибыль; уровень заработной платы не может быть немедленно снижен, работы не будут также уменьшены, пока все невыполненные контракты не будут исполнены. Таким образом «наступит период, когда поглощение денег обращением будет продолжаться, несмотря на сокращение кредита. В конце концов это течение изменится, отлив денег сначала прекратится, а потом заменится возвратом денег в банки. Уменьшение кассовых остатков населения будет происходить так же постепенно, как и их накопление, и возврат денег из обращения будет продолжаться долгое время после того, как банки уже перестанут сокращать кредит. Когда начнется оживление хозяйственной деятельности, в банках будет большое скопление излишних денег, которое «создаст благоприятные условия для возобновления экспансии кредита».

Торговый цикл или кредитный цикл различаются по количеству симптомов. Эти циклы были хорошо известны за все время их существования, но только за последние пятьдесят лет статистические данные были собраны в такой полной форме, что позволили произвести полную практическую проверку теории. Период кредитной экспансии отмечается

ростом цен, высокими прибылями, хорошим ходом работ, ростом заработной платы, высоким процентом, падением кассовых резервов банков. Период сокращения кредита отмечается падением цен, низкими прибылями, плохим ходом дел, падением заработной платы, низким процентом, ростом банковских резервов.

Цикл является международным феноменом. Он распространяется на все страны, имеющие золотую валюту. Одни золотые деньги не могут дорожать или обесцениваться независимо от других, хотя однообразие цикла сталкивается с нарушениями платежного баланса отдельных стран, подобными тем, которые мы исследовали в главе VII.

Целый цикл, как это наблюдалось между 1815 и 1914 гг., обнимает от 7 до 11 лет. Длительность цикла определяется степенью развития того процесса, от которого зависит цикл, поглощением денег в течение периода экспансии и их возвратом в течение периода сокращения кредита. Степень развития была медленной, и период был длительным, так как начался процесс объединения огромной международной системы на почве металлического денежного обращения (золото и серебро до 1872 г., а после него только золото). После 1914 г. не существовало такой международной системы. Расширения и сокращения кредита не были связаны с золотом и происходили независимо в разных странах. Расширение кредита и лихорадочное оживление в некоторых странах совпадали с сокращением кредита и глубокой депрессией в других. Чередования расширения и сжатия, при отсутствии стройной международной системы, были гораздо более быстрыми и нерегулярными. Только в 1925 г. было восстановлено некоторое подобие международной золотой валюты.

Если это предполагает возвращение к довоенным методам регулирования кредита с использованием золотых резервов, то торговые циклы вновь появятся со всеми их тяготами и бедствиями. Резолюции Генуэзской конференции в 1922 г., в соединении с кредитной политикой, принятой федеральными резервными банками в Америке в течение последних лет, падают надежды на более научную систему *. Своевременная интервенция центральных банков мира, препятствование экспансии кредита, прежде чем она зайдет слишком далеко, избавит от необходимости последующего сокращения. Уровень цен по всему миру станет относительно стабильным; безработица и финансовые кризисы, связанные с падением цен, будут уничтожены; таков будет результат постоянного приспособления заработных плат к циклическим колебаниям покупательной силы денег.

¹ См. Monetary Reconstruction, того же автора, 144—146 и 162—164.

ГЛАВА X

ФИНАНСОВЫЕ КРИЗИСЫ

Если средство от дезорганизации денежной системы может быть найдено в крепком контроле, то нам нужно рассмотреть не только чувствительность кредита к осуществляемому банками контролю, но также и возможный объем дезорганизации, допускающий применение этого средства,

В чем заключается величайшее напряжение, которое может испытывать когда-либо денежная система страны?

С точки зрения какой-либо отдельной нации проблема представляется как проблема контроля вексельных курсов, а максимальное напряжение означает максимальный отлив золота.

Мы уже видели, что кредит по своей природе нерегулируем. Он всегда напряжен в своих пределах или, вернее, ему свойственно всегда стремление выскочить за эти пределы, которое только тогда прекращается, когда инфляция достигает крайних пределов, допускаемых требованием поддержания золотой валюты. Даже при наличии критерия в виде вексельных курсов, всегда готовых, когда положение является критическим, дать сигнал предостережения, необходимые предосторожности могут тем не менее не быть приняты, и результатом будет крах.

Может случиться, что в связи с некоторым новым развитием хозяйственной деятельности банки, вследствие прямой неопытности, уклоняются на легкую тропинку создания кредита во все возрастающей сумме. Они движутся по линии наименьшего сопротивления, подобно новичку в велосипедном спорте, который мчится весело вперед по ветру, радостно удивленный, что покрывает землю так легко, не подозревая усилий, ожидающих его, когда он должен будет возвращаться против ветра. Или может случиться, что правительство принуждено в силу некоторых повелительных нужд создавать кредиты, которые, как известно во все времена, подвергают опасности ценность денег этой страны. Это случается чаще всего во время войны я, действительно, влияние войны на кредит и денежное обращение имеет такое большое значение, что требует отдельного рассмотрения; это будет сделано в последующем изложении¹.

Против безрассудства и невежества банкиров и правительств и против бедствий войны никакие золотые резервы, как бы велики они ни были, не могут явиться достаточной защитой. Легко видеть, как линия наименьшего сопротивления всегда ведет все к большей и большей инфляции. Если инфляция кредита один раз началась, то последствия этого будут чувствоваться в изъятии золота. В стране с бумажно-денежным обращением, зависящим от снабжения золотом, так же, как и в стране с золотым обращением, это приведет к тому, что банкир и торговец

¹ См. главы XIV и XV.

окажутся яри недостатке денет. Ош будут вопить о большем количестве денег и, руководствуясь только .своими непосредственными интересами, будут сопротивляться предложениям о повышении ставки процента и ограничении кредитов.

Можно было бы предполагать, что рост процентной ставки должен быть выгодным и привлекательным для банкира, так как его прибыли пропорциональны процентной ставке, которую он взимает со своих клиентов. В действительности однако это не так. Первым шагом является рост не рыночной, а банковской ставки. Рыночная ставка только следует за банковской ставкой, так как высокая банковская ставка препятствует яозаимствованиям законных платежных средств от центрального банка. В первый момент таким образом высокая банковская ставка усиливает сокращение денежного обращения и увеличивает затруднения банкиров. Для банкира, наблюдающего, как уменьшаются его кассовые резервы, является весьма слабым утешением, что соответствующее уменьшение его операций потребует роста процентной ставки, которую он взимает со своих клиентов. Он больше озабочен тем, чтобы увеличить или по крайней мере удержать на прежнем уровне размер своих операций, чем собирать такую дополнительную прибыль, которую даст ему высокая процентная ставка за короткий срок на уменьшенную сумму займов.

Для торговца высокая процентная ставка представляется в первый момент как расход, который должен быть вычтен из его прибыли, но за этой первоначальной потерей выступает значительно более серьезная угроза затруднений в займах, которые будут влиять не только на этого самого торговца, но и на тех, кому он надеялся продать.

Центральный банк или правительство будут только осторожны, если еще до протестов делового мира откажутся от парадоксального курса лечения недостатка денег созданием еще большего недостатка их. Если они пойдут на уступки, если они попробуют прекратить недостаток денег дальнейшей эмиссией и если они не будут в то же время настаивать на высокой процентной ставке, то инфляция кредита немедленно усилится, новое предложение денег будет твердо поглощено обращением, и истребование золота для экспорта будет продолжаться. Тогда скоро последуют новые требования большого количества денег, и если с этим положением бороться тем же самым путем, то система, которая связывает банкнотную эмиссию с золотым запасом, неизбежно будет разрушена. Произойдет одно из тех нарушений, или изменений закопа, на которые мы указывали в главе VI.

Это будет поводом для пересмотра политики; если все же не будет ограничения кредита, то следующим этапом будет действительное и угрожающее истощение золотого запаса и приостановка золотых платежей. Свободная оплата банкнот, обладающих силой законного платежного средства, в золоте будет прекращена, они начнут падать, и вексельные курсы, уже достигшие высшей золотой точки, станут еще более неблагоприятными. Невозможность поддержать золотые платежи свидетельствует о

резком отрыве денежной системы этой страны от денежных систем остального золотого мира; это означает, что деятельность, которая до того времени стимулировалась раздутым оборотом кредита и следовательно— покупательной силы, начинает подвергаться дезорганизации вследствие недоверия к ценности денежной единицы. Ее ценность заметно падает, но никто не знает, как быстро она будет падать; бесконечное падение не может быть допущено или всякое мерило ценности будет потеряно, но никто не знает, когда будет достигнут предел падения или начнется обратное движение. Начало обратному движению может быть положено высокой процентной ставкой, но и без того сама дезорганизация хозяйственной деятельности может препятствовать займам и содействовать прекращению дальнейшей инфляции. Раз порочный круг кредитной экспансии и растущих цен будет разрушен, центральный банк вновь получит возможность контроля положения, но накопление невыполненных заказов у производителей, которым обычно сопровождается период инфляции, вызовет во всей вероятности продолжение кредитной экспансии еще на некоторое время после того, как начнется потеря доверия. Таким образом вполне вероятно, что, прежде чем вернутся условия стабильности произойдет существенное обесценение денег. Чтобы старая валюта могла быть восстановлена, должен пройти длительный и мучительный период сокращения кредита.

Горьких опытов было так много, что еще задолго до 1914 г. крупные центральные банки чувствовали важность поддержания контроля. Постоянно наблюдая за всецельными курсами, все банки шли нога в ногу, и до тех пор, пока они поступали таким образом, не случалось никаких серьезных передвижек золота, за исключением обычного прилива металла из золото-добывающих стран. В главе УП было показано, что результаты экспансии и сокращения кредита стремятся распространиться по всему миру, хотя восприимчивость какой-либо отдельной страны к этим влияниям зависит от специальных условий этой страны.

Мировое совращение может быть вызвано только предшествующей экспансией. Страны, которые принимают участие в этой экспансии, испытывают растущий спрос на деньги для внутреннего обращения. Этот спрос лишает балки их резервов законных платежных средств, и они в свою очередь должны требовать, нового снабжения деньгами от центрального банка. Наступает время, когда в одной или многих странах это новое снабжение может быть произведено только за счет истощения избыточных золотых резервов и с вытекающим отсюда риском нарушения закона, которым регулируется бумажно-денежное обращение. С этого пункта и начинается сокращение кредита. Испытывающие эту угрозу центры повышают процентную ставку или принимают новые меры к сокращению кредита, и поскольку эти меры становятся эффективными, они начинают привлекать золото из-за границы. Но другие страны большей частью также не смогут обходиться без золота и должны будут в свою очередь ответить повышением процентной ставки. Начнется повсе-

местное сокращение кредита. Но различным финансовым центрам по всей вероятности будет труднее идти нога в ногу при сокращении кредита, чем при его расширении. При общей кредитной экспансии страна, которая окажется немного впереди, может легко задержаться, поднимая свою процентную ставку несколько выше господствующего уровня. При общем сокращении кредита страна, которая осталась позади, может спастись, только увеличивая нажим, быть может уже и значительный, но который может быть найден недостаточным. Если будет предпринята эта весьма сильно действующая мера, вызывающая соответственно резкое падение ценностей товаров и ценных бумаг, может произойти финансовый кризис.

Характерной чертой кризиса является широко распространяющиеся банкротства. Падение ценностей уменьшает средства, не облегчая обязательств торговца, который ведет свое дело на займные деньги. Несостоятельность торговца может угрожать состоятельности его банкира, средства которого, хотя и имеют фиксированную денежную ценность, пока деньги являются хорошими, зависят в своей обеспеченности от средств его клиентов. Несостоятельность некоторых банков, в соединении с нежеланием тех, которые остались, выдавать денежные ссуды, вынуждает торговцев продавать товары, вместо заключения займов, чтобы достать наличные деньги для покрытия своих срочных обязательств. Когда вследствие этих форсированных продаж обесценение ценностей усиливается, наступает паника.

Этот ряд событий не обязательно вызывается только сокращением кредита. В то время, когда кредит является нормальным или спокойным, неожиданное падение цен на одном рынке или группе рынков может вызвать затруднения и банкротства. Это смятение способно распространяться. Во-первых, торговцы, которые стали несостоятельными или могут быть заподозрены в несостоятельности, не могут занимать деньги и вынуждены продавать товары. Форсированные продажи понижают цены всех реализуемых товаров и ценностей, и эта депрессия может охватить другие рынки, кроме первоначально затронутых. Во-вторых, несостоятельность торговца уничтожает часть активов банкира, который ссужал этому торговцу деньги. Это само по себе не может сократить операции банкира в какой-нибудь степени; он может поправить свое положение путем поддержания или даже расширения своего дела и использования части своих прибылей для образования резервного или запасного капитала. Но обилие банкротств заставит банки быть осторожными в кредитовании. Они имеют небольшой запас капитала для покрытия рисков и будут менее готовы ссудить деньги под неподкрепленное обеспечение торговца, могущего завтра испытать те несчастья, которые вчера разорили его друзей. И всякая фирма, которая понесла потери, станет менее желательным заемщиком, чем прежде.

Благодаря нежеланию банков ссужать деньги форсированные продажи будут расширяться. Начнется в то же время уменьшение потреби-

тельских доходов и потребительских затрат и общее падение спроса на всех рынках.

Действие на кредит будет более серьезным, если коммерческие банкротства будут настолько сильными, что разорят банки, которые ссужали деньги несостоятельным фирмам. Если банк возбудит недоверие и начнется наплыв требований со стороны вкладчиков о возврате их денег, банк будет временно лишен возможности выдавать ссуды и будет вынужден сам реализовать обеспечения ИЛИ занимать деньги.

Банкротство какого-нибудь крупного банка оказывает сильное действие на кредитные операции. Обязательства здорового банка с точки зрения его кредиторов являются равноценными такому же количеству денег. Как только банк становится несостоятельным, эти обязательства, как это бывало, превращаются в камни. Они превращаются в отсроченные требования на участие в капитале проблематичной ценности. Если есть надежда, что средства будут возвращены полностью, другие банки могут предоставить осторожный заем под обеспечение этих претензий, но значительно ниже их номинальной ценности. Во всяком случае большая часть покупательной силы, представляемой обязательствами погибшего банка, будет потеряна.

С другой стороны, банк знает дела своих клиентов, и если он терпит крах, то его клиенты не могут так легко получить займы в других банках, где их еще не знают. Поэтому не только возможность потери, в крайнем случае, части сумм, следуемых клиентам от их банкиров, ослабляет их финансовое положение, но они не могут легко найти заимодавцев, готовых ссудить им даже такие суммы, которые их финансовое положение еще может оправдать. Уничтоженная покупательная сила не может быть немедленно возмещена, и, пока она не начнет возмещаться, потребительские затраты будут меньше, чем прежде.

Таким образом банкротства, даже если они начнутся в то время, когда цены не падают, стремятся вызвать падение цен, как потому, что они разрушают кредит, так и потому, что они препятствуют созданию кредита.

Если кассовые резервы банков будут достаточны и если не было предшествующего стеснения кредита, положение исправится само собой. Устоявшие банки будут вполне готовы кредитовать всякого, чья состоятельность будет вне сомнения или кто сможет предложить достаточные обеспечения, и нормальный запас покупательной силы будет тем самым восстановлен.

Если страна, в которой происходит кризис, связана со своими соседями общей золотой валютой, то цены продуктов внешней торговли будут управляться мировыми ценами, и падение уровня цен в этом направлении будет ограничено. Поскольку торговцы владеют средствами, существующими или ожидаемыми, ценность которых определяется мировыми ценами, они могут найти облегчение от затруднений в том, что они смогут или реализовать эти средства при условиях, свободных от стеснений на внут-

рением рынка или могут получить заем под них. Даже когда кризис вызван падением цен некоторых «продуктов внешней торговли, остается еще преимущество в возможности избежать дальнейшего падения цен, которое могло бы быть вызвано форсированными продажами на ограниченном и пораженном паникой внутреннем рынке.

Облегчение, получаемое от связи с мировыми рынками, могло бы принять форму простого соглашения состоятельных заемщиков, имеющих хорошее обеспечение, с банками, могущими создать достаточное предложение кредита. В этом случае кризис или по крайней мере паника могла бы совершенно прекратиться. Но если, вследствие недостатка золота или по какой-либо другой причине, банки не воспользуются преимуществом благоприятного «случая, результатом явится то, что часть средств, находящихся в распоряжении торговцев, будет продана за границу. Если механизм кредита будет действительно разрушен, то состоятельные торговцы, которые не смогут занять денег и будут вынуждены продать все то имущество, которое они смогут реализовать, сами окажутся беспомощными при ослаблении внутреннего рынка и устремятся предлагать товары или ценности на какой-нибудь внешний рынок, где они смогут найти покупателя. Внезапное скопление кредитов на заграничные страны в распоряжении торговцев, которые испытывают крайнюю нужду в наличных деньгах внутри страны, немедленно отразится на валютных курсах. Курсы станут весьма благоприятными, и валюто будет притекать в страну; приток золота «будет помогать гошолнению недостаточной «покупательной силы и возобновлению выдачи ссуд банками. В этом можно ясно увидеть конечную связь между кризисом и мировым сокращением кредита. Ибо если кризис разражается в какой-нибудь стране в то время, когда в других странах имеется избыток золота, и если импортированное золото, задержанное) страной в порядке восстановления ее кредитной системы, может быть сохранено ею без того, чтобы вызвать недостаток резервов в тех странах, откуда это золото было получено, то это нарушение пройдет без всяких дальнейших «последствий. Но ес-ли этим будет вызван недостаток резервов, то начнется сокращение кредита во всех золотых странах, п падение мировых цен усилит затруднения в центре кризиса.

Вспомним, что гипотеза, которая привела нас к рассмотрению кризисов в начале этой главы, имела «в основе мировое сокращение кредита, и мы предполагали, что кризис сам по себе вызывается последующим падением цен в какой-нибудь стране, где действия этого сокращения кредита и падения цен были особенно остры. Там уже имеется недостаток золота. Как скоро золото начинает притекать в центр кризиса, то другие страны, чтобы сохранить свои резервы, должны прибегнуть к сокращению кредита, почти такому же сильному, как и в самом центре кризиса. Тогда центр кризиса сможет получить от продаж за границу очень малое облегчение или даже никакого.

В этих условиях и происходили великие исторические кризисы. Пока имеет место расширение кредита, нездоровые дела обычно могут удер-

жаться от банкротств; только расстройство рынка и падение ценностей, связанные с сокращением кредита, разрушают их. Цены мировых рынков будут стремиться к тому уровню, на котором они не могут быть удержаны мировыми системами денежного обращения при действительном запасе золота. Отлив золота или бумажных денег, основанных на золоте, в обращение является сигналом неизбежного сокращения кредита и дефляции цен. Наступление кризиса тогда будет весьма вероятным, также вероятно и то, что он будет весьма жестоким, ибо мировые рынки не смогут оказать никакой помощи.

Где наступит кризис? Какие условия predisполагают одну страну скорее, чем другую, быть ареной кризиса, когда мировое сокращение кредита оказывает свое действие?

Сокращение кредита начинается¹ в тех странах, которые испытывают недостаток золота. Они стремятся привлечь золото из других стран, и эти последние вынуждены последовать их примеру. Поставленное таким образом на ноги общее сокращение кредита приводит к падению мирового уровня цен, повышается ценность золота. Для каждой отдельной страны этот процесс представляется как сокращение спроса на продукты внешней торговли на мировых рынках. Ее экспорт падает, а предложение импортных товаров при данном уровне цен возрастает. Для того чтобы избежать пассивного баланса и погори золота, страна должна уменьшить потребительские затраты.

Степень требуемого уменьшения зависит от различных обстоятельств. Падение уровня цен определенной группы продуктов внешней торговли, в которых заинтересовала страна, может быть или больше или меньше, чем падение мирового уровня цен. Подобным же образом и требуемое падение уровня цен продуктов внутренней торговли может отличаться от падения уровня цен продуктов внешней торговли.

Экспорт является обычно более специализированным, чем импорт; он включает один или несколько главных продуктов, к предложению которых экспортирующая страна специально приспособлена. Действие сокращения кредита на эти продукты может быть или больше или меньше, чем общая средняя для всех продуктов. Если импорт будет много более разнообразен, то все же среди импортируемых товаров могут быть некоторые, в которых банковская система страны более специально заинтересована. Если страна является международным финансовым центром, то некоторые продукты могут преобладать среди тех, которые финансируются ею в мировой торговле.

Как сокращение кредита, так и кредитная экспансия влияют на разные товары далеко не одинаково. Человек, который находит, что он должен тратить меньше, будет сильнее экономить на одних товарах, чем на других. Спрос на предметы первой необходимости, как например, на главные пищевые продукты, будет сохранен; спрос на предметы роскоши упадет. Спрос на предметы, могущие служить долговременному потреблению, которое может быть продлено немного больше, чем обычно, будет

больше затронут изменениями в сфере кредита, чем спрос на товары, которые сразу используются в процессе потребления. Табак будет затронут сильнее, чем хлеб, а ботинки — больше, чем табак. Спрос на фабричные товары в общем больше подвергается неблагоприятному влиянию. Но в этом случае фабриканты сами легко приспособятся к спросу, и это влияние скорее проявится в безработице, чем в падении цен. Но в отношении природных продуктов предложение не может быть легко и быстро ограничено. Сырые материалы для промышленности во много раз более чувствительны к движению цен. Спрос на сырье материалы вытекает из спроса на готовые продукты, и уступка в ценах на первые может весьма мало стимулировать спрос на последние. То же самое справедливо в отношении пищевых продуктов.

Для всякого продукта его чувствительность к общему сокращению спроса (уменьшению потребительских затрат) есть результат качеств, обычно называемых эластичностью спроса и эластичностью предложения, действующих в противоположных направлениях. Когда сокращение спроса должно распределиться по всем продуктам на рынке, то больше всего пострадают те товары, спрос на которые будет наиболее эластичным, и действительное влияние сжатия спроса на цены будет наибольшим для тех товаров, предложение которых является наиболее неэластичным.

Это одинаково применимо к продуктам внутренней торговли. Степень сокращения кредита диктуется необходимостью восстановить равновесие в платежном балансе; спрос на продукты внешней торговли должен быть ослаблен. Но неожиданно может быть также ослаблен спрос и на продукты внутренней торговли. Они могут быть или более или менее чувствительны, чем продукты внешней торговли. Чтобы приспособить кредитную систему к явно умеренной депрессии мировых рынков, могло бы потребоваться очень жесткое сокращение, если бы спрос на продукты внутренней торговли уменьшился пропорционально много больше, чем спрос на продукты внешней торговли.

Причины, порождающие кризисы, находятся не только на товарных рынках, но, на крайней мере, одинаково и на рынках инвестиций.

В то время как форсированные продажи товаров исходят только от продавцов этих товаров, поставленных в затруднения слабостью рынка, форсированные продажи ценных бумаг идут из двух источников. Они идут частью от находящихся в затруднении торговцев ценными бумагами, а частью также от предпринимателей и банкиров, которые держали в резерве ценные бумаги, чтобы получить под них заем или в крайнем случае продать, так как они не могут получить наличные деньги каким-нибудь иным путем при затруднительных обстоятельствах. Эти резервы естественно держатся, поскольку это возможно, в ценных бумагах, пользующихся международной репутацией, которые могут быть легко проданы за границу. Как правило — первым симптомом, предвещающим кризис, является поток продаж эрих ценных бумаг. Кризис не может разразиться без предостерегающего поворотного пункта большой торговой экспансии.

Согласно наиболее обычному течению событий, торговая экспансия прежде всего сдерживается резким сокращением кредита, и за этим следует тяжелый период — быть может в несколько месяцев — пока слабейшие предприниматели борются против падающего спроса и падающих цен за удержание своего состояния. В течение этого периода они будут прибегать к продаже своих запасов ценных бумаг, и когда эти запасы будут истощены, наступит банкротство. Серьезное падение курсов ценных бумаг будет предшествовать самому кризису, а это ослабит состоятельность торговцев инвестициями. Но эти торговцы, как и торговцы товарами, наиболее подвергаются опасности неблагоприятных влияний сокращения кредита. Действительно, природа их рынка такова, что они терпят больше от сокращения кредита, чем купцы.

Как купец зависит от потребительского спроса в распоряжении товарами, с которыми он имеет дело, так и рынок инвестиций зависит от спроса людей, желающих поместить свои капиталы в ценные бумаги. Чтобы задолженность банкам не возросла, для этого продажа ценных бумаг публике должна идти в уровень с новыми эмиссиями, за которые рынок принял на себя ответственность. В то время, когда кредит расширяется и производство является выгодным и оживленным, по всей вероятности будет иметь место большой нажим на новые эмиссии основных капиталов для возросшего производства, в целях использования преимуществ благоприятной конъюнктуры. Когда эта благоприятная конъюнктура изменяется и предпринимаются шаги к сокращению кредита, потребительские затраты, часть которых и образуют инвестиции, внезапно сокращаются. Но различные схемы использования основного капитала не могут быть резко изменены или даже, сокращены далее известного пункта. Когда инвестиции внезапно показывают значительное падение, рынок инвестиций оказывается перегруженным ценными бумагами, в значительной мере, новых эмиссий, которые могут быть куплены только посредством увеличенных займов в банках. Сбережения, являющиеся избытком дохода после покрытия всех личных расходов, очень чувствительны к изменениям в сумме дохода. Инвестиции являются следовательно наиболее изменчивой частью потребительских затрат, и рынок инвестиций должен быть подвержен большим колебаниям спроса, чем товарный рынок. В то же время форсированные продажи ценных бумаг, составляющих резервы банкиров и предпринимателей, содействуют дальнейшему переобременению рынка и обесценению ценных бумаг. Поэтому состоятельность фондовых маклеров и финансовых компаний является вероятно более угрожаемой, чем даже состоятельность купцов, и форсированные продажи ценных бумаг являются более характерной чертой кризиса, чем форсированные продажи товаров.

Биржевые ценные бумаги распадаются грубо на две группы — акции, обычные или привилегированные, которые приносят переменные дивиденды, и долговые обязательства — государственные займы, муниципальные займы, закладные, которые приносят фиксированные дивиденды

или процент. Переменные дивиденды зависят от прибылей и являются чувствительными ко всем влияниям, которые действуют «а рынок производимых товаров или оказываемых услуг. Когда свободно предоставляемый кредит стимулирует торговлю и цены растут, прибыли и дивиденды будут высокими, и курсы акций будут высокими, так как перспектива высоких дивидендов весьма существенно увеличивает курс акций. Когда кредит сокращается, цены и прибыли падают, падают и курсы акций. Ценные бумаги, приносящие твердый процент, следуют прямо противоположному движению. Когда торговля оживлена и от использования денег в торговле может быть получена высокая прибыль, будет преобладать высокая ставка процента, и следовательно курс ценной бумаги, приносящей фиксированную ставку процента, будет низким. Когда* торговля ослабевает и прибыли низки, курс твердо-процентных бумаг повышается. Во время кризиса и в течение предшествующего трудного периода курсы всех ценных бумаг понижаются. Акции падают потому, что торговля уже прошла свой зенит; твердо-процентные бумаги падают вследствие форсированных продаж.

Чувствительными в сокращении кредита являются акция. Курс акции представляет собою капитализированные будущие дивиденды. Дивиденды зависят от прибылей производства и торговли. Прибыли, являясь превышением цены над стоимостью, изменяются — в течение коротких периодов — больше, чем цены. И если в состав прибыли входят фиксированные надбавки—проценты по долговым обязательствам и т. д.,— то часть, остающаяся за вычетом этих надбавок, изменяется сильнее, чем общая сумма прибыли.

Если предприятие имеет общий капитал в один миллион фунтов стерлингов, из которого половина состоит из 5% долговых обязательств, тогда валовой доход, положим в 200 тыс. фунтов стерлингов за вычетом торговых расходов, положим в сумме 150 тыс. фунтов, дал бы чистой прибыли 50 тыс. фунтов, из коих 25 тыс. фунтов было бы уплачено в виде процентов по долгам, а оставшая сумма составила бы 5% на 500 тыс. фунтов акционерного капитала. Если валовой доход возрастет на 20%, а расходы на 10%, то первый составит 240 тыс. фунтов, а последние — 165 тыс. фунтов. Чистая прибыль тогда составит 75 тыс. фунтов, которых будет достаточно, чтобы оплатить проценты по долгам и дать 10%- дивиденда по акциям. Таким образом дивиденд может удвоиться, благодаря умеренному повышению цен и отпуска товаров. Акционеры являются последними получателями прибылей, и когда происходит значительный рост цен, увеличение дивидендов может быть громадным. Дивиденд в 30 или 40%, с перспективой на два или три будущих дивиденда во одинаковой скале, заставит взлететь рыночную *цену* акций.

Курс* акций отражает и преувеличивает движения цены продукта. Даже когда надбавки регулируются правительством и не могут расти, как в случае оплаты железнодорожных тарифов и услуг большинства общественно-полезных учреждений, все же остается простор для значительных колебаний курсов акций. В предприятиях этого типа превышение издер-

жек является очень высоким, и расширение деятельности приносит относительно большой рост чистой прибыли.

Отсюда следует, что страна с крупным рынком акций является весьма уязвимой. И поскольку некоторые акции будут значительно чувствительнее к общему сокращению спроса, чем другие, то всякий рынок инвестиций, который случайно окажется специализировавшимся на особенно чувствительных акциях, по всей вероятности станет ареной кризиса.

Но с другой стороны, крупный рынок инвестиций вероятно будет связан с крупным экспортом капитала. Новые эмиссии выпускаются в старых странах для снабжения капиталом новых стран. Как мы видели выше (гл. VII), когда предложение капиталов падает вследствие сокращения потребительских доходов и запасов сбережений в старых странах, то новые страны испытывают пассивный платежный баланс и должны проводить всего сильнее сокращение кредита; старые страны достигают благодаря этому активного баланса и обеспечивают равновесие при более умеренном сокращении кредита.

Всякая страна, являющаяся местом исключительного развития кредита во время торгового оживления, подвергается риску кризиса, когда торговое оживление приходит к концу, даже если она снабжается всеми капитальными средствами из своих собственных сбережений, а не импортирует капитала. Происходят задержки; предприятия начинают строиться в предположении, что ресурсы рынка инвестиций будут достаточны, чтобы закончить их. Закопченные только наполовину, они не имеют никакой продажной ценности, за исключением тех случаев, когда кто-нибудь желает купить их с целью окончания постройки. Когда предложение сбережений падает, происходит большой нажим на рынок инвестиций в поисках требуемых капиталов и через рынок капиталов на банки. Если банки одолжат деньги рынку инвестиций, то они тем самым создадут покупательную силу; потребительский доход увеличивается на сумму платежей, произведенных потребителям, занятым на постройке создаваемых предприятий. Задержки являются препятствием на пути сокращения кредита, и это сокращение, чтобы быть эффективным, должно быть настолько же более жестким. Когда предприятия получают прямые ссуды из банков на создание новых капиталов, без посредства рынка инвестиций, опасность становился еще больше.

Если бы акции новых предприятий могли быть проданы за границу, затруднения были бы смягчены. Но ценные бумаги, котирующиеся на международном рынке, образуют специальную группу. Если новые эмиссии, о которых идет речь, не принадлежат к этой группе, это означает, что они — или, вернее капитал предприятий, создаваемый путем их выпуска, — должны быть квалифицированы как продукт внутренней торговли. Этот случай является примером тех, при которых сокращение спроса на продукты внутренней торговли будет непропорционально сильным по сравнению с сокращением спроса на продукты внешней торговли.

Так как мировое сокращение кредита передается в каждую страну через валютные курсы, то восприимчивость всякой страны к этому сокращению будет изменяться благодаря, всему, что нарушает платежный баланс страны. В большинстве примеров это дело случая. В одной стране неурожай может усилить депрессию; в другом — обильный урожай может смягчить ее. Когда предложение инвестируемых сбережений в целом мире падает, инвестиции в отдельной стране могут все же поддерживаться на прежнем уровне или даже возрастать.

Отличительной характерной чертой кризиса является настоятельная необходимость продать, вызываемая опасностью банкротства. Эта настоятельность не ограничивается только теми торговцами, которые действительно держат часть своих торговых запасов с помощью занятых денег и которые находят свои средства обесценивающимися по отношению к их обязательствам. Торговец, заказавший товары, которые еще не сданы ему, в равной мере испытывает затруднения. Когда цены растут, он покупает вперед, чтобы застраховать себя от будущего роста. Эти-то вперед данные заказы и вызывают преувеличенное торговое оживление и делают затруднительной задержку этого оживления.

В первый момент, когда торговое оживление только что начинается, вперед данные заказы не имеют значения, потому что производители могут доставить товары почти тотчас же, как только они заказаны. Но в скором времени, сначала в одной отрасли промышленности, потом в другой производство достигает предельной производительности, и заказы могут быть приняты только на будущие поставки. Доходы, получаемые от производства, пропорциональны текущей работе, а так как последняя возрастает и по объему и по цене, то для удовлетворения дополнительных потребительских затрат должны быть выпущены дополнительные запасы готовых продуктов. Торговцы находят, что их запасы готовых продуктов уменьшаются, а их будущие запасы, которые будут им доставлены только по изготовлении, возрастают. Задолженность торговцев банкам уменьшается, а задолженность производителей возрастает.

Эти вперед данные заказы являются источником скрытого спроса на кредит, о котором мы упоминали в главах II и IX. Когда сокращение кредита начинает оказывать свое действие и промышленное оживление падает, торговцы замечают, что они должны принять поставки большего количества товаров, чем они могут продать. Возможное накопление товаров превращается в действительное, и торговцы вынуждены занимать деньги, чтобы выполнить свои обязательства.

Несчастные торговцы находят, что они не только не могут обратить свои товары в наличные деньги так быстро, как они надеялись, но что они не могут получить так много наличных денег за те товары, которые они продают; ценность их средств, действительных и ожидаемых, должна быть расписана по новому уровню цен, тогда как ценность их обязательств, действительных и ожидаемых, остается фиксированной в денежном выражении.

Опасность оиожет быть усилена чисто спекулятивными сделками, когда например торговец покупает вперед не для "того собственно, чтобы покрыть будущие требования тех, кому он привык продавать, но в надежде продать по повышенной цене другим торговцам. Эти спекулятивные сделки являются двойным источником опасности, потому что искусственно раздутый спрос увеличивает рост цен, и объем обязательств, грозящий банкротствами, увеличивается. Обязательства особенно являются опасными, потому что продавец, являющийся кредиторам, не принимает тех же мер предосторожности, как банкир.

Среди различных групп товаров спекуляция особенно направляется на продукты природы не только потому, что они чувствительны к цене, но и потому, что они дают возможность подробного определения их по степени или классу — характерная черта, являющаяся существенной при сделке на будущую поставку.

Спекуляция не ограничивается обязательно или даже обычно страной, 'производящей товары, о которых идет речь. 'Напротив, она достигает крупных торговых центров, где продаются эти товары. Если начинается разорение спекулянтов, то затруднения будут испытываться теми банками, которые финансировали торговцев товарами, ставшими объектами спекуляции. Спекулянты сами могут и не быть сколько-нибудь крупными заемщиками банков, но в этом случае их несостоятельность причинит потери их кредиторам, остающимся на" руках с товарами, которые или должны быть проданы или удержаны в запасе на занятые деньги. Поэтому спекулятивный крах в одном месте может положить начало кризису в другом, в стране, или производящей товары, или потребляющей их, или просто финансирующей их в промежуточной стадии.

На рынке инвестиций спекуляция является даже большим фактором, чем на товарных рынках. Фонды и акции являются излюбленным полем деятельности спекулянтов; здесь спецификация покупаемой и продаваемой вещи не требует сложного установления качества и образца, а цена является и колеблющейся и чувствительной.

Спекулянт может сам держать акции на деньги, занятые у своего банкира или может заключить договор с фондовым маклером, который будет держать их для него. В первом случае он освобождает рынок инвестиций от части его нормального запаса ценных бумаг вместе с соответствующим бременем задолженности; в последнем случае он оставляет запас и задолженность рынка неизменными.

Банк, будет ли он кредитовать фондового маклера или спекулянта, не выдает ссуды в размере полной стоимости депонированных у него акций. Он будет требовать определенной «маржи», зависящей от степени реализуемости акций и от вероятного предела колебаний их курса.

В случае падения цены какой-либо акции, спекулянтам предъявляется требование повысить маржу или депонированием добавочных обеспечений или погашением части ссуды. В противном случае акции продаются, и выручка обращается на погашение ссуды. Здесь и возникает опасность

форсированных продаж. Но банки стремятся требованием достаточной маржи оградить себя против потерь даже и ® этом случае, и если они поступают так, то не произойдет никакого кризиса. Будут 'разорены только слабые спекулянты, а сильные спекулянты, которые, имея достаточные собственные ресурсы, являются хорошими заемщиками, будут в состоянии дешево купить акции.

Главные опасности, которые угрожают кредитной системе от спекуляции с акциями, усматриваются в другом направлении. Спекуляция приводит к увеличению общей суммы займов в целях владения акциями, что имеет место даже тогда, когда сами спекулянты не занимают денег в банках, так как фондовые маклера, рассматриваемые как агенты, занимающие деньги в пользу своих клиентов, стремятся в совокупности занять денег больше, чем они сделали бы при других обстоятельствах.

Если некоторые торговцы на рынке инвестиций поэтому занимают больше, то другие занимают меньше и готовы использовать эту разницу покупкой большего количества ценных бумаг. Предложение ценных бумаг может возрасти, вследствие новых эмиссий или покупки из-за границы. Покупки за границей затрудняются тем, что вызываемый ими пассивный платежный баланс и потеря золота приводят к сокращению кредита. Даже если это сокращение не будет настолько эффективным, чтобы привести к мировому сокращению кредита, простое превращение покупки иностранных процентных бумаг уже будет облегчением.

Если, с одной стороны, добавочные займы рынка инвестиций будут прямо или косвенно направлены к наводнению рынка новыми эмиссиями, то опасность положения возрастет. Искусственное добавление будет сделано к сумме вкладываемых сбережений, уже и без того раздутых высокими прибылями, извлекаемыми из оживленной торговли. Возникают новые предприятия, вызывающие заказы для строительных работ, растянутых на длинные периоды. Подписчики, будут ли они вкладчиками, снеку лянтяш или страховщиками, обязуются ввести ряд частичных платежей, рассроченных на некоторое время вперед. Скрытый спрос на кредит, который, как мы уже показали, возникает из заказов этого типа, будет, очевидно, увеличен существованием спекулятивного владения акциями.

Торговцы или спекулянты фондами или акциями обычно занимают деньги или «до востребования» (т. е., как в Нью-Йорке — платеж по долгу может быть востребован в любое время), или на краткие сроки (в Лондоне — от одного двухнедельного расчета до следующего). Внезапное общее падение цен спекулятивных акций — подобное тому, которое может произойти вследствие падения товарных цен — ускоряет общее востребование займов. Характерной чертой крупных американских кризисов является сильный рост процентной ставки на деньги до востребования, которая иногда поднималась, в форме комиссии за возобновление, до $\frac{1}{2}\%$ в день \

¹ В 1844 г. деньги до востребования, как говорят, расценивались по фантастической ставке в 4% в день (см. History of Crises under the

Не существует иного спроса на ценные бумаги, кроме как со стороны вкладчиков, желающих поместить сбережения, или людей (торговцев или спекулянтов), которые, чтобы купить, должны занять деньги. Когда спекулятивный спрос повышается, сумма ценных бумаг, удерживаемых на займные деньги, возрастает. Когда наступает поворотный момент и банки требуют возврата займов, спрос со стороны вкладчиков не может быть создан в один момент, и создается мертвый зажим.

Здесь, как и в случае со спекуляцией на товарных рынках, затруднительные обстоятельства обнаруживаются в банках, которые уже одолжили деньги или готовы были их одолжить. Эти затруднительные обстоятельства могут произойти от спекулянтов, фондовых маклеров, предпринимателей, которые сделали ответственными за предприятия, или от подрядчиков, занятых на работах. Опасность проистекает от напряженности этих затруднительных обстоятельств и от тяжелых и внезапных потерь, упавших на людей, которые уже были по всей вероятности значительно задолжены банкам.

Условиями, предрасполагающими к кризису, с которым мы имели дело до сих пор, являются следующие: чувствительность товарных цен, соотношения между внутренним и внешним уровнем цен, состояние платежного баланса, капитальные вложения, спекуляция. Действительное наступление кризиса будет зависеть от состояния денежной конъюнктуры в угрожаемый момент. Всякая страна, затрудняющаяся итти в уровень с мировым сокращением кредита, находится под угрозой потери золота. Интенсивность сокращения кредита, которое эта страна должна, провести, будет определяться суммой золота, без которого она будет в состоянии обойтись.

Отлив золота будет определяться пассивным платежным балансом, а пассивный платежный баланс будет зависеть частью от размеров торговли, а частью от обстоятельств, которые мы выше исследовали, как например — чувствительность экспорта, нечувствительность импорта, сумма экспорта и импорта капитала и т. д. При данном отливе золота сумма наличных золотых резервов будет определять период, в течение которого сокращение кредита должно дать полный эффект, т. е. повысить действительную ценность денежной единицы, чтобы восстановит!, равновесие валютных курсов.

Отзывчивость вексельных курсов к рестрикции кредита мы исследовали в предыдущей главе. По мере того как вексельные курсы становятся не отзывчивыми, нажим должен быть усилен, чтобы достичь равновесия в течение периода, поставленного золотым резервом. Достаточ-

National Banking System, by O. M. W. Sprague). Эта цена однодневной отсрочки банкротства была больше похожа на дань мародерам, некогда уплачиваемую населением ради сохранения своих стад, чем на процент. Даже более высокие ставки, уплачиваемые в 1923 г. в Германии, представляли собою нечто совершенно особое: они являлись компенсацией за вероятное обесценение денег, в которых был исчислен долг.

ый золотой резерв является лучшей защитой против кризиса: он дает временную передышку, в течение которой сокращение кредита может быть смягчено. Он не спасет страны, которая сильно связана с мировым рынком через некоторые главные продукты, спрос на которые зловеще упал. Но во всяком случае он поможет избежать усиления бедствий, происходящих на рынках ^{продуктов} внешней торговли, еще и катастрофой на рынке продуктов внутренней торговли.

Всякая страна, которая может обойтись без золота, создает облегчение кризисных условий в другом месте. Очевидно, существуют преимущества в законе, так регулирующем денежное обращение, что обеспечивается начало сокращения кредита еще в то время, когда имеются крупные избытки золота в запасе, если эти избытки золота пригодны для использования. Банковский акт 1844 года обеспечил накопление второй линии золотых резервов, но не сделал их пригодными для использования. Когда свободный запас золота становится очень скудным, начинается конвульсивное сокращение кредита, и только после того, дав разразится кризис, золото выпускается с нарушением закона.

Когда где-нибудь разражается кризис, неблагоприятные обстоятельства повсюду усиливаются. Облегчение, получаемое центром кризиса от продаж за границу и импорта золота, совершается за счет нажима на другие страны. Это происходит двумя путями. Во-первых, форсированные продажи приводят к более низким ценам на международных рынках. Во-вторых, золото извлекается из полезных запасов других стран.

Форсированные продажи единственной страны по всей вероятности не привели бы к очень значительной депрессии мирового уровня цен в целом. Но если, как это часто случается, страна специализируется на отдельном продукте, то форсированные продажи этого продукта могут вызвать снижение цены, и в результате могут возникнуть серьезные затруднения как среди конкурирующих производителей, так и среди торговцев, имеющих запасы этого продукта. Снижение цены и паника вследствие этого усиливаются, и продажи на мировом рынке больше не будут облегчать положения, поскольку речь идет об этом продукте. Может произойти кризис в стране, которая является в широких размерах производителем каждого из многочисленных товаров, имеющих значение на мировых рынках. Большие кризисы в Соединенных штатах (в 1857, 1873, 1893 и 1907 гг.) оказали разрушительное влияние на мировые рынки.

В равной мере катастрофическим будет кризис в стране, которая является крупным финансовым центром.” Торговцы, которых финансирует эта страна, вынуждаются производить форсированные продажи по всему свету, в результате чего происходит стремительное падение цен большинства главных продуктов.

Количество золота, привлеченного центром кризиса, зависит частью от размеров этих форсированных продаж, а частью также и от кредит-

ного механизма страны. Как мы видели в последней главе, преобладающая сила принадлежит стране, которая является крупным финансовым центром. Это значит, что кризис является более опасным для остальной части мира. С другой стороны, это значит также, что наступление кризиса там менее вероятно. Интересы, на которых основана банковская система страны, являются наиболее изменчивыми, и ее способность быстро привлекать золото должна сделать необязательной конвульсивную рестрикцию кредита. С конца наполеоновских войн и до 1866 г. каждое последовательное приращение торгового цикла сопровождалось кризисом в Лондоне. Но после этого до 1914 г. кризисы прекратились (за исключением полуподавленного кризиса в 1890 году), и причиной этого было, без сомнения, отчасти то, что регулирование кредита тогда лучше проводилось, а частью также и то, что господство Лондона в мировой кредитной системе стало много более ясным.

Мы начали эту главу с вопроса, в чем заключается величайшее напряжение, которому может подвергнуться денежная система страны. Мы можем теперь ответить на этот вопрос, сказав, что из всех разнообразных напряжений — за исключением вытекающих из войны, ■ — которым может подвергнуться денежная система, наиболее жестоким является серьезный внешний кризис, кризис в соседней стране, обладающей коммерческим и финансовым могуществом. Начинается разрушительное и существенное вздорожание золота, к которому все золотые страны должны немедленно приспособляться под страхом чрезмерной потери золота. Действительная ценность золота повышается сильнее, чем могла бы выдержать страна, в которой разразился кризис. Внезапно оно начинает дорожать еще сильнее, и другие страны должны выдерживать большее напряжение.

Пока имеет место расширение кредита, наступление кризиса очень мало вероятно. Чтобы ни случилось с отдельными лицами, обнаружится общая тенденция более быстрого роста средств, чем обязательств. Но кризис может произойти во всякой стадии сокращения кредита. Оди и тот же период сокращения кредита может быть отмечен рядом кризисов в совершенно отдельных центрах со значительными промежутками.

Ввиду различия обстоятельств, при которых действие кризиса в одной стране на положение других стран может быть усилено или ослаблено, или замедлено, нет ничего удивительного, что кризисы, которые происходят в один и тот же период сокращения кредита не являются в точности одновременными. В 1836 г. жесткий кризис разразился в Англии. В 1837 он распространился на Соединенные штаты. В 1838 г., •когда Англия уже вступила в спокойный период восстановления потерь, он разразился в Бельгии, Франции и Германии, а в 1839 он опять распространился на Англию и Соединенные штаты.

Кризис в мае 1866 г. в Лондоне, наиболее жестокий из когда-либо испытанных, хотя повидимому изолированный, был в действительности продолжением кризиса, который распространился по континенту осенью

1864 г., но который ни в одном из центров не был таким острым. Банкротства были очень многочисленны в 1864 г. и в Англии и в других местах, и банковская ставка была повышена до 9 % в Лондоне и до 8 % в Париже. Когда произошел поворот, нажим на денежный рынок был достаточен, чтобы прекратить кредитную экспансию во Франции, но не в Англии. Вероятное объяснение заключается в том, что, в то время как во Франции торговое оживление было преимущественно коммерческим, в Англии оно имело скорее природу спекуляции капиталами. Под влиянием нового законодательства там имело место огромное развитие компаний с ограниченной ответственностью. В частности, там было создано много финансовых компаний, которые занимались очень опасной практикой выдачи срочных ссуд железнодорожным компаниям под обеспечение акций новых железных дорог. Результатом этого было то, что после торговых банкротств в октябре 1864 г., в которых Англия приняла участие, кредитная экспансия продолжалась в форме ссуд для капитальных затрат. До тех пор, пока публика была более склонна покупать акции, чем товары, инфляция потребительских доходов не приводила к чрезмерной сумме заграничных покров или к созданию неблагоприятных курсов. Таким образом в Англии продолжалась изолированная кредитная экспансия, когда подобное движение за границей уже было закончено кризисом 1864 г. я сопутствовавшим ему падением цен. Наконец, в мае 1868 г. после промежутка в полтора года наступил крах в связи с банкротством фирмы Overend and Gurney, — одной из крупнейших дисконтных компаний — и банкротством многих других крупных банков и финансовых домов.

Создалось положение вещей, которое смущает экономистов и до сих пор. В течение двух месяцев банковская ставка оставалась на уровне 10%, тогда как в Париже она была не больше 4%. Все же золото не притекало из Франции в Англию. Магическая сила банковской ставки казалась пропала. Маклеод приписывает этот феномен полной потере доверия к английским заемщикам. Континентальные кредиторы не желали рисковать потерей своего капитала даже ради 10% дохода. Несомненно, кредит был поколеблен, но чтобы он был поколеблен до такой степени, вряд ли может быть предположено. Кредитная экспансия, продолжавшаяся в Англии после того, как она прекратилась за границей, привела к тому, что вполне естественно потребовалось некоторое время для понижения цен в Англии до континентального уровня. Ни форсированные продажи вследствие кризиса, ни тяжесть 10% ставки не могли обязательно вызвать немедленно этот эффект, особенно еще и потому, что средства, находящиеся в распоряжении финансовых компаний, испытывавших затруднения, состояли в значительной мере из акций спекулятивных английских железных дорог, которые конечно не могли быть проданы за границу. Вероятно, английский денежный рынок был настолько перенасыщен кредитом, что когда поток спекулятивных инвестиций ослабел, вексельные курсы сделались очень неблагоприятными.

но все же они не могли влиять исцеляюще на самый кризис. Что исцеляющее влияние высокой банковской ставки при таком положении должно было сказаться только со временем — неудивительно. Все, что требует объяснения, это то, что крупное различие между учетными ставками не привлекло свободных остатков золота из Парижа в Лондон в объеме, достаточном для исправления положения курса.

Мы показали в главе IX, что прилив средств, которые могут быть привлечены из одного центра в другой посредством более высоких учетных ставок, не является неограниченным. Все посылаемые капиталы должны быть отвлечены от других форм инвестирования, временного или постоянного, в странах, откуда они прибывают. (Вексельные курсы должны в точности достигать или быть близкими к точке, при которой золото импортировалось бы в эти страны, так как <в противном случае был бы риск на изменениях курса>). Легко подвижные капиталы будут вероятно поглощены в короткий срок, и поскольку их поток ослабнет, поддержка, оказанная вексельному курсу, уменьшится.

Ко времени кризиса 1866 г. учетные ставки в течение нескольких месяцев уже были существенно выше в Лондоне, чем в Париже. Судорожное увеличение разрыва между ними могло дать только очень умеренный стимул к потоку средств. Как только предел использования свободных средств был бы достигнут, дальнейший прилив их упал бы, и это оказало бы соответствующее действие на курс. При таких условиях движение в направлении равновесия было бы осуществлено только через дефляционирующее действие высокой банковской ставки на потребительские расходы.

Период значительного торгового оживления, закончившийся в 1890 г., достиг своей кульминации в финансовом кризисе, отмеченном приостановкой платежей банкирским домом Baring Bros в Лондоне. Упадок дел начал с этого момента распространяться по Европе, но Соединенные штаты во время избежали действия этого кризиса, благодаря блестящему урожаю и новому тарифу. В 1892 г. там таялся экспорт золота, который был верным признаком, что цены в Соединенных штатах стояли на высшем уровне, чем где бы то ни было, и в первой половине 1893 г. экспорт золота усилился. За этим последовало неизбежное сокращение кредита и финансовый кризис, наиболее жестокий из всех, так как он пришел с запозданием.

Конечно случается как будто бы очень часто, что сокращение кредита, растянувшееся на многие годы, отмечается целой серией кризисов в различных "частях мира, и снижение цен, как это было в 1825, 1857 и 1907 гг., распространяется одновременно по всему миру.

ГЛАВА XI ФИНАНСОВЫЕ КРИЗИСЫ

(Продолжение)

Кризис может быть рассматриваем как борьба за сохранение мерила ценности. Несомненно, он вызывается общим падением цен, которое есть просто иное название роста ценности денежной единицы. Так как обычно принято измерять все ценности терминами денежной единицы, те это называется падением ценности товаров, но в самом деле полезность товаров не уменьшается, а потому теоретически более правильно говорить, что растет ценность денежной единицы. Это правильно даже там, где денежной единицей является фиксированное количество товара, так, например, золота, ибо стоимость золота, подобно стоимости свинца, или резины, или трамвайного билета, может расти или падать по отношению к другим товарам. Истинное значение кризиса заключается следовательно в том, что, когда денежная единица допускается до обесценения, она может быть восстановлена только ценою увеличения бремени всех долгов и что, если это увеличение происходит слишком внезапно, долги превосходят средства должников и вызывают большое число банкротств.

Если предположить, что золотая валюта должна быть сохранена любой ценой, то какие меры должны быть предприняты для предотвращения кризиса или, если это невозможно, для его смягчения? Очевидно, что в этом случае было бы желательно спасти всех тех, которые являются действительно состоятельными, от банкротства, вызванного чисто временными затруднениями в получении денег путем займов или продажи. Банкротства вызываются падением цен, по падение цен усиливается форсированными продажами со стороны тех, которые находятся под угрозой банкротства. Если бы все деловые люди могли бы быть раз навсегда разделены на две группы: те, которые являются безнадежно несостоятельными и должны быть допущены до банкротства, и те, которые должны быть сохранены, и если бы последние были в состоянии заключить заем, то не было бы никакого кризиса. Форсированные продажи были бы бесполезны для одной группы и не были бы необходимы для другой. Но это разделение на овец и козлищ является невозможным. *Что может быть критерием состоятельности? Могут ли активы быть исчисленными по «нормальным» ценам, когда они в этот момент не могут быть проданы по этим ценам или по ценам, близким к нормальным?* Если кризис наступает в период многолетнего расширения кредита и инфляции цен, то как далеко требуется идти назад, чтобы найти «нормальные» цены? Если торговцы фондами и акциями переобременены ценными бумагами, которые не могут быть реализованы при существующей рыночной конъюнктуре, кто исчислит вероятность, что эти ценные бумаги будут приносить регулярный дивиденд в будущем? На практике, человек, чья состоятельность зависит от спекулятивных

средств, не сможет заключать займов. Он должен бороться за сохранение своей состоятельности и должен искать покупателей, если он может, или внутри страны или за границей.

Затруднения усиливаются благодаря Общей тенденции недоверия к векселям, подкрепленным совокупным кредитом многих участников. Если происходят многочисленные банкротства среди торговцев и других лиц, финансируемых посредством векселей, тогда банки и другие финансовые дома, чьи имена фигурируют на векселях в качестве акцептантов или дисконтеров, могут быть завалены требованиями со стороны держателей векселей.

Можно предположить, что кризис проистекает от недостатка законных платежных средств, требующего сокращения кредита. Банки не склонны сужать деньги потому, что всякий из них, который был бы более либерален в ссудах, чем его соседи, создал бы для себя пассивный баланс в расчетной палате и лишился бы наличных денег, без которых он не мог бы обойтись. Когда наступает переломный момент и начинаются банкротства и форсированные продажи, цепи стремительно надают, и опасность неблагоприятных вексельных курсов и отлива золота устраняется. Раз эта стадия будет достигнута, не будет больше никакого разумного основания для ограничения предложения законных платежных средств. Это значит, что центральный банк должен свободно выдавать ссуды, так как путем выдачи ссуд он создает деньги.

Крупные английские кризисы XIX столетия были обострены ограничением эмиссионной власти Английского банка. В тех кризисах, которые происходили после 1844 г., смятение проистекало от ограничения бумажной эмиссии. Но фактором более ранних кризисов было ограничение купюр банкнот не менее, чем пятью фунтами стерлингов. Это обстоятельство делает необходимым использование золота для внутреннего обращения, особенно для выплаты заработной платы. Даже* когда вексельные курсы были благоприятны, золотые резервы могли все же быть под угрозой «внутреннего отлива» золота.

В 1797 г. эта опасность была излечена эмиссией однофунтовых банкнот. Ко времени кризиса 1825 г. банкноты Английского банка достоинством ниже 5 фунтов стерлингов опять были изъяты из обращения, хотя они и не были запрещены тоном. В разгар кризиса забытый ящик с невыпущенными однофунтовыми банкнотами был раскрыт, и они были разосланы по провинциальным пунктам, где они весьма существенно содействовали облегчению напряжения.

Во время кризисов, которые происходили после издания банкового акта 1844 года, использование мелкокупюрных банкнот, вместо золота, несомненно ничего не дало бы для избежания приостановки закона о твердом эмиссионном лимите. Но политика золотых резервов неизбежно определялась возможностью внутреннего отлива золота, и, раз вексельные курсы становились благоприятными, правительство шло охотнее

на отмену лимита, если внутренний отлив золота мог быть предотвращен выпуском в обращение орофуитовых банкнот.

В момент начала войны 1914 г. существовали опасения спроса на золотые монеты внутри страны, а не для экспорта, что наводило панику на банкиров, и казначейские билеты в 1 фунт и 10 шиллингов должны были быть созданы в [короткий срок, чтобы восстановить спокойствие.

Из опыта Адалин в течение девятнадцатого века и получил развитие метод борьбы с кризисами, который был изложен Беджготом. Центральный банк должен без колебаний выдавать ссуды под всякое хорошее обеспечение, которое может быть предложено любым заемщиком, но он должен взимать очень высокую процентную ставку.

Так как ничто обычно не мешало центральному банку предоставлять ссуды под хорошее обеспечение, за исключением заботы по наблюдению за позицией его резервов, то первая часть принципа Беджгота означала немного более, чем то, что законы о резерве не должны служить помехой. Логически это предполагает в случае необходимости эвентуальную отсрочку золотых платежей, хотя и не ясно, это ли он имел в виду.

Вторая часть принципа означает, что кредитная рестрикция должна продолжаться. Универсальная приложимость этого принципа подвергается сомнению, но презумпция в его пользу достаточно сильна, чтобы сделать его хорошим практическим правилом. Если неблагоприятные курсы и отлив золота будут приостановлены, то это произойдет вследствие падения кредита и приостановки выдачи ссуд банками. Если падение кредита будет слишком быстро и полностью восстановлено, то отлив золота опять начнется. Высокая банковская ставка является мерой кредитной рестрикции, но менее суровой, чем общий отказ в кредитовании. Это есть переходная мера, которая должна быть смягчена, когда позиция резервов окажется благоприятной.

Однако условия могут быть таковы, что этот метод мероприятий может оказаться недействительным. В частности в нем имеются два слабых пункта. Несостоятельность может распространиться так далеко, что ссуды, выдача которых ограничена требованием хорошего обеспечения, могут сделать очень мало или почти ничего для спасения положения; или кредитная инфляция может быть настолько чрезмерной, что кризис сам по себе будет бессилён восстановить золотую ценность денежной единицы. Для первого случая, без сомнения, не существует лекарства. Общая несостоятельность может быть вызвала не только падением мировых цен, но и всеобщей безудержной спекуляцией, которая в действительности разрушает богатство страны. Никакая финансовая изобретательность не сможет совершенно предотвратить последствий. Поддержка состоятельности торговцев, которые нарушают таким образом экономически интересы своей страны, подобна оставлению у власти неспособного генерала. Но затрунения могут быть вызваны не столько неосторожностью, сколько бедностью или отсталостью экономической организации страны. Может случиться, что торговцы не будут иметь хороших

обеспечений для залога не потому, что они завязали свой капитал в необузданных спекуляциях, но потому, что они недостаточно богаты, чтобы брать деньги из дела в тихие времена в целях создания резерва. В этих случаях центральный банк или правительство могут выдавать ссуды под обеспечение продукции страны, или правительство может даже скупать продукты по фиксированной низкой цене, достаточной однако, чтобы спасти держателя от крайних затруднений, но не настолько высокой, чтобы был риск вовлечения правительства в тяжелые потери. Покупная операция однако является опасной. Займы могут быть заключены по высоким ставкам процента, которые приведут заемщиков к погашению этих займов яри первой же возможности. Покупки доставляют продавцам деньги для затрат, независимо от того, являются ли они должниками или нет.

В том случае, когда кредитная экспансия является слишком значительной, чтобы быть устраненной действиями кризиса, центральный банк заметит, что спрос на золото для экспорта продолжается. Он не сможет свободно пойти на предоставление ссуд, не подвергая опасности свои золотые резервы, и может случиться, что никакой рост процентной ставки не будет достаточен для защиты резерва. Банк встретится с необходимостью выбирать между отказом в выдаче ссуд и отсрочкой золотых платежей. Отказ в ссуде означает принуждение к продаже, а всякая продажа приводит к дальнейшей депрессии цен на уже панически настроенном рынке. Отказ в кредитовании не может не означать увеличения банкротств. Истинной целью этого является дальнейшее повышение ценности денежной единицы, дальнейшее усиление бремени задолженности или — выражаясь языком баланса — дальнейшее обесценение ценности активов. Приостановка золотых платежей могла бы быть много меньшим злом.

Можно спросить, что же настолько ужасного в приостановке золотых платежей? Полный отказ от общепризнанного в коммерческом мире мерила ценности был бы очевидно сам по себе нежелателен, но это требуется только в качестве временной меры. Сокращение кредита более легкое и более продолжительное, чем то, которое ускорило бы кризис, могло бы восстановить валюту по истечении года или двух. Торговцы скорее согласились бы испытывать некоторое время неудобства и неопределенность изменчивых вексельных курсов, чем подвергнуться попытке кредитной рестрикции, достаточно сильной, чтобы немедленно восстановить валюту. Для многих стран это является справедливым, и они в действительности находят убежище от несчастий кризиса в более или менее продолжительном существовании режима неразменных бумажных денег. Но желательность приостановки золотых платежей зависит от обстоятельств, и для некоторых стран это имеет серьезные невыгоды. Это особенно относится к странам, принимающим значительное участие в финансировании международной торговли.

Финансовый центр выполняет две функции — акцепт и учет.

Акцептные операции приводят к организации в этом центре международной расчетной палаты; это значит, что международные обязательства погашаются в деньгах этого центра. Учетные операции создают в этом центре международный денежно-ссудный рынок. Первая труппа операций зависит от доверия к состоятельности финансистов и к устойчивости денежной системы этого центра. Учетная деятельность зависит скорее от достаточности ресурсов этого центра, от того, 'состоят ли эти ресурсы из капитальных инвестиций или банковских депозитов. Но банковские депозиты сами будут слагаться частью из кредитовых остатков на счетах международных торговцев, которые привыкли производить расчеты в этом финансовом центре, и эти кредитовые остатки были бы изъяты, если бы этот центр перестал быть удобным местом расчетов по обязательствам.

В главе УН было показано, что когда вся внешняя торговля между румя странами финансируется векселями, выдаваемыми на одну из них, то средства банков, производящих операции между этими странами, будут состоять преимущественно из векселей этой «рой страны, и что, в случае денежного напряжения в другой, необходимо, чтобы банки были в состоянии обратить свои средства в первой стране в золото, которое могло бы быть собрано и отправлено для покрытия их обязательств в другой стране. Вели н критический момент банки не смогут получить золота, то система будет разрушена, и осторожность заставит банки уменьшить свой вексельный портфель в финансовом центре. Предел, да которого они могут делать это, будет зависеть от того, найдутся ли подходящие акцептанты в других местах. Если они найдутся и если будет оказываться предпочтение векселям, выдаваемым на них, как оплачиваемым в валюте, заслуживающей большего доверия, то торговцы будут стремиться покинуть старый финансовый центр. Правда, это не может быть сделано очень поспешно. Акцептная деятельность зависит не только от состоятельности и репутации акцептанта, но также и от знания акцептантом состояния дел своих клиентов. Несомненно, первое условие в действительности связано со вторым, так как состоятельность акцептанта зависит от состоятельности тех, за кого он ручается своим кредитом. Деловые связи крупного центра не могут быть перемещены в один день. Точно так же и учетные операции не могут быть легко переданы. Они представляют собой громадное помещение капиталов. Торговцы, финансируемые этим центром, зависят от этого капитала, и, если даже они будут транслировать на другой центр, они должны будут по всей вероятности обращаться к тем же дисконтерам, которые, подобно акцептантам, знают их дела. Если в других центрах появятся взыв дисконтеры, то кредит будет расширяться в новых центрах и сокращаться в старых, так что вексельные курсы станут благоприятными для последних и эта тенденция только отчасти была бы возмещена переводом торговых кредитов.

Единственным легким и быстрым путем, которым может быть достигнуто перемещение деловых связей, является замена в активах

банков векселей, выданных на старые центры, векселями на новые центры. В этом процессе совершенно нет никакого движения капитала. Те же заемщики занимают деньги в том же банке, что и прежде, только долг оплачивается в ином месте и в иной валюте.

Результатом будет то, что потеря доверия к устойчивости денег может разорвать некоторые деловые связи этого финансового центра почти немедленно и сможет постепенно совершенно подорвать его положение. Процесс этот однако будет замедлен и может быть в значительной степени предотвращен деловыми связями с акцептными и учетными домами и хорошим кредитом со стороны первых и крупным вложением капитала со стороны последних. Но деловое расположение является уязвимым, и ни одна страша не имеет монополии на инвестируемый капитал. И кроме того финансовые дома сами могут эмигрировать. Раз мировое доверие к денежному обращению финансового центра будет потеряно, его существование становится очень ненадежным. Поэтому почти педантическая приверженность лондонского денежного рынка к золотой валюте может быть признана правильной и разумной, а между тем даже сравнительное безразличие к поддержке золотых платежей в некоторых заграничных странах, которые никогда не играли роли финансовых центров, отнюдь не является несчастьем.

Когда начинается борьба с внешним кризисом, то представляется тот же выбор между падением цен, которое может быть губительным, и приостановкой золотых платежей, которая означает, по крайней мере временно, отказ от золотой валюты. Но в этом случае есть шанс совершенно избежать кризиса. Если появляется премия на золото, то степень сжатия кредита находится целиком во власти центрального банка. Он мог бы совершенно не производить этого сокращения и мог бы установить такую высокую премию на золото, что оно практически совершенно не извлекалось бы да банка. Но это должно было бы довести премию на золото, а следовательно и премию на вексельный курс, до максимума. Было бы более разумно установить средний курс, постепенно сокращая кредит и выпуская некоторое количество золота. Иногда утверждают, что небольшая премия на золото, скажем в 1%, является достаточной заменой крупного увеличения банковской учетной ставки. Этот взгляд основан на предположении, что высокая учетная ставка только вводит в долги, привлекая иностранных кредиторов. Прямое обращение к иностранному кредитору может действительно быть предотвращено умеренной премией. Но действительно важными последствиями высокой учетной ставки являются стеснения, налагаемые на купеческие продажи, сокращение кредита и соответственное снижение цен, я это может быть равноценно высокой премией, быть может в 10% или более,

Однако даже небольшая премия помогает избегать крайней суровости сокращения кредита, которое иначе было бы неизбежно. Она защищает торговца® от прямых ударов шторма форсированных продаж и падения цен, которые свирепствуют во вне, хотя несомненно это

благотворное влияние не распространяется на тех, которые должны некоторые суммы заграничным странам. Эти последние должны платить премию на золото или па иностранную валюту, чтобы погасить свои долги.

Если не существует никакой премии на золото, то внешний кризис приводит к необходимости экспорта золота и сокращения кредита. Чем меньше будет сокращение кредита, тем 'больше будет экспорт золота. Если золота спрашивается 'больше, чем может быть-отпущено, то сокращение кредита должно быть усилено, и если оно будет слишком резким, то произойдет кризис. Множество альтернатив и разнообразие обстоятельств затрудняют всякую попытку формулировать какие-либо общие правила. Тем не менее, одно мы можем с уверенностью сказать: международное сотрудничество будет' способствовать лучшему преодолению кризисов. Наступление кризиса в одной стране (представляет опасность для всех других стран. Все заинтересованы в его предотвращении, и, если он разразился, все заинтересованы в том. чтобы удержать его влияние в определенных пределах. Эта взаимная помощь может принимать различные формы. Движения золота могут быть регулируемы таким образом, чтобы распределять спрос по возможности поровну между странами, которые могут ссудить золото. Французский банк никогда не был обязан безусловно разменивать свои билеты на золото (имея всегда возможность предложить оплату в серебре), но он посылал время от времени значительные суммы в Лондон или Нью-Йорк, чтобы покрыть спрос во время кризиса. В 1890 г. угрожавшее банкирскому дому Бр. Беринг банкротство вызвало в Лондоне большое смятение. Банкротство было предотвращено соединенным поручительством части лондонских банков, и ресурсы денежного рынка были временно подкреплены импортом золота на 3 млн. фунтов стерлингов из Парижа. В 1907 г. золото было послано из двадцати стран через Лондон в Бью-Йорк. В 1839 г. Англия, вследствие кризиса на континенте в 1838 г., стала терять золото. Парижскими банками был предоставлен кредит в 2 млн. фунтов стерлингов, ва основе которого Английский банк мог трассировать на этих банкиров, и эти векселя заняли место золота. С этой же целью был открыт кредит в 900 тыс. фунтов стерлингов в Гамбурге.

Кризис вызывает сильное неравенство уровня цен (если не действительное, то виртуальное) между центром кризиса и остальным миром. Чтобы восстановить равновесие, один уровень должен быть повышен, а другой понижен. В случае чрезмерной экспансии кредита, цены не могут постоянно оставаться на высшем уровне, то все заинтересованы в том, чтобы общее падение цен было то возможности умеренны* и постепенным. Временно по крайней мере все будут желать всеми доступными способами повысить цены в центре кризиса.' Это может быть достигнуто с помощью посылок золота, так как благодаря этому увеличивается общий объем покупательной силы. Золото посылается, так как это есть способ получения" кредитов, но если только приток золота не

сопровождается расширением других банковских активов, как учет и ссуды, то дополнительная покупательная сила будет ограничена простой ^равноценностью самого золота. Поэтому одним из главных затруднений кризиса является отыскание состоятельных заемщиков. В обычное время займы *жс* учет, предоставляемые банкам, ограничиваются только необходимостью поддерживать должную пропорцию между кассовыми резервам и прочими статьями баланса. Во время кризиса вступает в действие другое ограничение. Центральный банк, быть может, хотел бы выпустить неограниченное число денег в форме бумажного законного-платежного средства, а другие банки были бы готовы выдать ссуды в должной пропорции к этому свежему запасу бумажных денег, если бы только они могли найти соответствующих заемщиков. Но те, которые хотели бы получить заем, не могут предложить хорошего обеспечения, и, если бы они попытались определить свое финансовое положение на основе цен в момент патт, от по всей вероятное™ обнаружили бы дефицит. Так как получение займов будет невозможно, то банковские кредиты не могут быть созданы, и бумажные деньги не могут быть пущены в обращение. Сокращение покупательной силы не может быть возмещено иным путем, кроме продаж товаров и ценных бумаг со стороны испытывающих затруднения торговцев. Отсюда — форсированные продажи и приток золота.

Приток золота отнюдь не проистекает, как это иноща утверждают, из недоверия ко всяким другим средствам платежа. Должник всегда может погасить свой долг бумажными деньгами, обладающими законной платежной силой, независимо от того, утратили они -доверие или нет, и чеки обычно совершенно свободно принимаются в разгар кризиса, за исключением тех случаев, когда они выписаны на банк, в отношении которого существует уверенность, что он испытывает затруднения. Золото импортируется потому, что перерыв кредитных операций приостанавливает предложение бумажных денег и банковских кредитов. Это есть следовательно только способ увеличения предложения покупательной силы и тем самым снижения искусственно возросшей ценности денежной единицы, и другие страны должны, в интересах всего коммерческого мира, посылать, насколько они могут, золото в центр кризиса. Когда удары кризиса проходят и торговцы или выдержат бурю или погибнут, можно вновь начинать заключать займы на нормальных основаниях, предложение кредитных денег будет восстановлено, и большая часть золота будет отослана обратно за границу.

Прежде чем покончить с вопросом о кризисах, следует рассмотреть положение во время кризиса страны, практикующей систему «Gold Exchange Standard» или имеющей денежную систему, основанную отчасти на заграничных векселях или активах за границей. В случае внешнего кризиса там будет сильное стремление переводить деньги в центр кризиса. Но этот спрос на переводы будет покрываться продажами векселей на заграничные центры, и спрос на золото будет пере-

адресован том самым на эти центры. Общераспространено утверждение, что страны, которые применяют систему «Gold Exchange Standard», должны ради своих соседей держать хотя бы часть своих заграничных активов в форме действительного «клеяменого» золота. Когда наступает кризис и выдаются Ираты на заграничные активы, его клейменое золото может быть вынута из кладовых, где оно хранится, и поступить в уплату, прибавляясь таким образом к мировому запасу золота способом, который при платеже банковским кредитом осуществлен быть не -может. Но, само собою разумеется, поскольку золото не заменяется векселями или ценными бумагами, одно из крупнейших преимуществ системы «Gold Exchange Standard*» утрачивается, так как золото не приносит процентов. Может быть более удобно иметь золото в крупном финансовом центре, -где оно может быть использовало при своевременном уведомлении для регулирования расчетов, чем в стране, где оно не употребляется для внутреннего обращения и где оно не может служить ни для какой другой цели, кроме экспорта. Даже Английский банк открыл во время войны, что он прекрасно может держать часть своих золотых резервов за границей. Но это не есть применение системы «Gold Exchange Standard». Страны, которые применяют эту систему или которые основывают свою денежную систему частью на активах, хранимых за границей, если они имеют золотые резервы, обычно предпочитают держать свое золото дома.

Когда все золото или часть его замещена заграничными активами, отнюдь не следует признавать, что здесь имеет место какое-нибудь действительное неисполнение обязанностей по отношению к пользующемуся золотой (валютой) миру. Совершенно справедливо, что страна с организованной таким образом денежной системой не имеет золота, чтобы предложить его своему соседу, терзаемому кризисом. Но в равной степени верно, что когда эта страна в свою очередь будет страдать от внутреннего кризиса, она не будет требовать никакого золота из-за границы. Когда ее торговцы получают кредиты за границей путем форсированных продаж товаров или ценностей, то центральный банк или другое учреждение, регулирующее денежное обращение, будет покупать эти кредиты на новые выпуски бумажных денег. Торговцы, о которых идет речь, те, кредит которых подорван, и чьи затруднения являются причиной кризиса, будут таким образом легко и быстро снабжены собственными законными платежными средствами, по какой бы цене они ни продавали, и им совершенно не нужно будет ввозить золота. Я не могу привести какой-нибудь конкретный случай, когда этот образ действий во время кризиса действительно имел бы место¹. Система «Gold Exchange Standard» является новым установлением, и страны, в которых эта

¹ Во время американского кризиса в 1873 г. секретарь казначества Соединенных штатов был понуждаем использовать излишки своих фондов для покупки валюты на Европу, но он уклонился сделать это. Кредиты, открытые в Париже и Гамбурге Английскому банку в 1839 г., до некоторой степени аналогичны этому принципу.

система проводится в наиболее полной форме, те испытывали внутреннего кризиса нормального типа с тех пор, когда эта система проведена в жизнь. Но логические последствия системы достаточно ясны и дают полное основание утверждать, что эта система в состоянии ту страну, где она принята, избавить от импорта золота как во время кризиса, так и во всякое другое время. Действительно, -страж с системой «Gold Exchange Standard» может стоять -совершенно в стороне от мирового золотого рынка, приспособляя свое денежное обращение не к золотой валюте, как таковой, но к валюте, которой пользуются ее соседи и которая временно может оказаться основанной на золоте.

Кризис отнюдь не является неизбежным и повсеместным спутником сжатия кредита. Почти каждое мировое сокращение кредита вызывает где-нибудь кризис, но обычно при этом не бывает более двух или трех центров кризиса, а иногда — и более одного. Поэтому в природе вещей нет оснований к тому, чтобы процесс сжатия кредита не мог бы быть выполнен без разражающегося где-нибудь кризиса.

ГЛАВА XII ДЕНЬГИ И ЧЕКАНКА

До сих пор "все наше внимание было обращено на те проблемы, которые вытекают из внутренней природы, присущей кредитной системе. Мы нашли, что внутри этой системы развиваются обстоятельства, угрожающие ее устойчивости, даже если она не подвергается никаким нарушениям извне. В главе XIV* мы подойдем к рассмотрению этих внешних нарушений, в частности тех из них, которые относятся к войне, и мы найдем, что они играют очень крупную роль.

В настоящей главе мы представим несколько общих соображений по вопросу о природе денег; предварительно же будет полезно кратко обсудить сказанное.

"Вначале мы приняли чисто искусственную гипотезу ■ — существование хозяйства, которое пользуется кредитом как средством платежа, но не имеет денег. Мы предположили, что там могут быть «счетные деньги» для измерения долгов, а следовательно и цен, и мы нашли, что, кроме прямого неудобства от отсутствия единого орудия погашения долгов, главным дефектом кредитной системы, осуществляемой без денег, является ее неустойчивость. Кредит, как мы показали, имеет свойственную ему тенденцию бесконечно расширяться или сокращаться, в особенности расширяться, изменяя вместе с тем единицу ценности вне каких-либо определенных границ. Применение денег дает средство погашения долгов и, кроме того, играет также очень важную роль в стабилизации единицы ценности.

В главе II мы рассмотрели теорию кредитной системы, основанной на металлических деньгах. Металлические деньги при системе свободной чеканки гарантируют независимость стаадарда ценности. Но предложение денег не может возрастать произвольно. Опасность бесконечного обесценения единицы ценности заменяется при этом опасностью истощения денежных резервов. Вследствие торгового оживления в течение периода кредитной экспансии и накопления неисполненных заказов, требующих — когда будет приступлено к их исполнению — финансирования, возникает с к р ы т ы й спрос на кредит. В то же время действие уже оказанного кредита, являющегося причиной прилива денег в обращение, будет сказываться лишь постепенно, и должен пройти относительно длинный период времени, прежде чем его полное значение станет ощутимым. Существует следовательно скрытый спрос на наличные деньги, так же, как и скрытый спрос на кредит, и оба они, когда обнаружатся, будут причиной затруднения для банков.

Это естественно приводит к такой системе денежного обращения, при которой снабжение деньгами может увеличиваться и уменьшаться по усмотрению, другими словами — к бумажным деньгам. Бумажные деньги не имеют никакой внутренней ценности, и первая проблема, которая встает перед нами, — отыскать закон, которым определяется их ценность. *Этот* закон мы нашли в количественной теории. Количество имеющейся у населения в резерве покупательной силы или власти над богатством определяется его экономическим положением. Совокупность этих резервов покупательной силы во всякое время равна неистраченному запасу или сумме имеющихся у населения банковских кредитов и денег. Первое *есть* совокупность власти над богатством, последнее есть совокупность денежных единиц, и их отношение определяет ценность денежной единицы в богатстве или цены различных форм богатства в денежных единицах. Изложенная таким образом количественная теория просто устанавливает отношение между числом денежных единиц в обращении и ценностью этой единицы, при предположении, что все остальные экономические условия являются данными; само по себе это еще ничего не говорит о том, что же произойдет, когда число единиц в обращении изменится, и если такое изменение происходит, существование его включается как данное.

Изменение в неистраченном запасе осуществляется посредством изменения в сумме кредита, предоставленного банками. Деньги не занимают для того, чтобы оставаться бездейственными, но они, как только будут заняты, уплачиваются дальше, на покрытие издержек производства, т. е. поступают в доход тех, кто занят в производстве. Увеличение или уменьшение суммы кредита, предоставленного в единицу времени, означает приблизительно равное увеличение или уменьшение потребительского дохода, а также и потребительского расхода. Потребительский расход образует действительный спрос на товары и услуги, и на основании этого следовательно зависит от уровня цен. Таким образом всякое

ускорение или замедление в предоставлении кредита вызывает рост или падение цен, другими словами, падение или рост действительной ценности денежной единицы, совершенно независимо от изменения в сумме неистраченного запаса, которое может сопровождать или следовать за ним. Действительно, чем больше влияние на остатки, тем меньше, в первый момент, будет влияние на потребительский расход и тем самым на цены. Та часть предоставленного кредита, которая, переходя в руки населения, тратится, действует на цены, между тем как тот кредит, который отражается на остатках, не действует на цены.

Банки обеспечивают замену кредита деньгами и денег кредитом по воле своих клиентов. Следовательно при данном предложении кредита циркуляция денег определяется удобствами населения; эта циркуляция может быть контролируема только через контроль кредита, который оказывает влияние на деятельность и доходы населения. Следовательно, проблема регулирования денежного обращения разрешается проблемой регулирования кредита.

Прежде чем обратиться к способам, посредством которых кредит регулирует бумажно-денежное обращение, мы сочли необходимым обсудить вопрос о вексельных курсах. Чрезмерная, сравнительно с другими странами, экспансия кредита приводит к неблагоприятным курсам и вызывает отлив золота, излишнее сжатие кредита делает курсы благоприятными и вызывает прилив золота. Эти действия, будучи осязаемы на первых же стадиях движения кредита, дают более раннее предостережение, чем внутренний отлив денег в обращение.

При осуществлении контроля кредита над вексельными курсами, изменения кредита не могут быть избегнуты совершенно, но могут быть приведены в соответствие с движениями кредита за границей. Но эта система не предотвращает мировых движений кредита. И те же опасности, которые были раскрыты в главе II, — т. е. рост скрытого спроса на кредит и наличные деньги, — будут возникать и в случае мировой экспансии. Форма, в которой будет выражаться опрос на наличные деньги, зависит от денежной системы каждой страны. В некоторых странах он будет покрываться — целиком или частью — золотом; в других он может быть покрыт бумажными деньгами, которые согласно закону должны быть полностью или частично обеспечены золотом. Если спрос на наличные деньги растет, то излишки золотых резервов постепенно расходуются, пока, наконец, они не достигнут точки, при которой в одной или многих странах не будет больше никакой уверенности, что законный предел банкнотной эмиссии может быть соблюден или, быть может, даже, что разменность банкнот на золото может быть сохранена. Отсюда происходит сокращение кредита в этих странах, которое неизбежно распространяется и на другие страны. Но истощение наличных денег, как последствие предшествующей экспансии кредита, продолжается, и скрытый спрос на кредит, вытекающий из прошлых обязательств и неисполненных заказов, продолжает оказывать давление на банки ради дальней-

ших ссуд. В тех странах, где это давление будет наибольшим, а меры, предпринятые к сокращению кредита, соответственно суровыми, может произойти финансовый кризис.

Финансовый кризис, как следствие общего обесценения ценностей и затруднений лиц, державших на занятые деньги обесценившиеся товары и ценные бумаги, имеют значение в двух направлениях. Во-первых, в самом центре кризиса существует опасность кары за неосторожное пользование кредитом, что требует специальных мер для охраны состоятельных торговца от банкротства, вызываемого дезорганизацией кредита и падением цен вследствие паники. Во-вторых, наступление кризиса подвергает другие страны крайнему напряжению через непредвиденное и сильное движение курсов в пользу центра кризиса.

При регулировании денежной системы, всегда опасно быть захваченным где-либо сокращением кредита. Риск неопределенного обесценения денежной единицы, подобного тому, которое должно было бы произойти при системе кредита, неподдерживаемого деньгами, не опасен до тех пор, пока бумажные деньги размениваются на золото или поддерживаются на одном уровне с золотой валютой. Но условием сохранения золотой валюты является смена — раньше или позже — кредитной экспансии сжатием кредита. Слишком резкое сжатие кредита приводит к кризису, если спрос на законные платежные средства остается твердым; поэтому или сокращение должно быть резким, или предписанные лимиты эмиссии бумажных денег должны быть превышены. А если эти пределы будут превышены, процесс может пойти дальше, золотые резервы могут быть опустошены, и может случиться, что золотые платежи будут приостановлены. Может случиться следовательно, что кризис будет только альтернативой временного отказа от золотой валюты. Осторожные страны должны предвидеть эту опасность и должны прилагать усилия к обузданию своего участия в общей кредитной экспансии. Осмотрительность в течение периода экспансии сама собою приведет к накоплению золотых ресурсов, а эти золотые ресурсы могут быть использованы, в случае наступления кризиса в другой стране, в течение неизбежного периода сжатия кредита. Некоторое неравенство между уровнями ценностей в двух странах может быть поддерживаемо при условии, что страна с более высокой скалой ценностей в состоянии продолжать экспорт золота в ту страну, где скала ценностей ниже, так что страна, которая имеет свободное золото, может временно защищаться против сильного падения цен, которое несет с собою кризис.

До сих пор мы предполагали, что мерилom ценности является золото.

Проблема стабилизации денежной единицы, которой обусловливается ценность долгов, может быть разрешена определением этой единицы в значениях какого-либо товара, как например золота или серебра.

Но это не обязательно единственное решение. Это так же не наиболее совершенное решение. Мы покажем, что вопреки своему союзу с золотом денежная единица будет колебаться, и мировая цена золота будет изменяться вместе с ней. Промышленный спрос на золото — пустяк, сравнительно с огромной его массой, употребляемой всем миром в качестве денег.

В случае кредитной экспансии, увеличение количества покупательной силы понижает ценность денежной единицы. Денежная единица есть золотая единица, и следовательно золото дешевлеет, но это отнюдь не происходит вследствие какого-либо уменьшения в спросе на золото для целей денежного обращения. Вместе со спросом на звонкую монету, увеличивается и спрос на золото; спрос на золото есть производная от предложения кредита, и когда кредит расширяется, большая сумма золота входит в обращение. Банки обязаны снабжать золотом по фиксированной цене. Падение ценности денежной единицы делает эту цену только по видимости фиксированной, в действительности же более низкой. Понижение цены золота означает увеличение спроса, хотя, как мы видели, увеличение спроса только для целей денежного обращения делается ощутимым очень постепенно. Чтобы уравнивать спрос и предложение, предложение должно быть пополнено из резервов банков или же заменено отчасти увеличением обращения бумажных денег.

Иногда утверждают не только, что золото является товаром, но что и деньги являются товаром. Согласно количественной теории, чем предложение денег больше, тем ценность их в других товарах будет меньшей. Что это, спрашивается, как не закон предложения и спроса? Деньги в обращении в совокупности представляют сумму покупательной силы, которую население предпочитает держать на руках в форме законного платежного средства. Оно держит покупательную силу в этой форме для некоторых определенных целей; в зависимости, так сказать, от их использования. Богач держит свои карманные деньги, бедняк держит свой запас наличных денег, лавочник держит свою выручку, банкир держит свои резервы. Каждый жертвует выгодами затраты или инвестирования этой покупательной силы ради удобства иметь свободные деньги на руках. Этот спрос на свободные деньги аналогичен со спросом на товар; наличные деньги на руках являются частью капитальных ресурсов индивида.

Но будет ошибкой проводить эту аналогию слишком далеко. В применении к бумажным деньгам это не больше, чем аналогия. Хотя бумажные деньги подобно товарам подчиняются закону спроса и предложения, они все же отличаются от других товаров тем, что не имеют стоимости производства. Они более сходны с титульными документами, чем с товарами. Театральный билет приобретает свою ценность от права, которое он предоставляет на место в театре; законный платежный знак приобретает свою ценность от предоставляемого им права погашения долгов. Точно так же, как ценность театрального билета обуславливается цен-

ностью театрального представления, так ценность бумажных денег обуславливается ценностью долгов.

Мы видели, что ценность денежной единицы определяется количеством кредитов (долгов), выпускаемых в обращение банками, и что спрос на законные платежные средства вызывается тем, что банковские кредиты как орудия платежа не пригодны для некоторых сделок, Взаимозаменяемость банковских кредитов и законных платежных средств по желанию банковских клиентов делает искусственным разделение общего итога покупательной силы на кредит и деньги. Количественная теория устанавливает отношение между суммой власти над богатством, которую население держит в резерве, и количеством единиц покупательной силы, в виде кредита и денег вместе, посредством которых эта власть над богатством осуществляется. Поэтому не деньги, но покупательная сила вообще должна быть «товаром».

Проф. Кеннан сравнивает деньги не с потребляемыми товарами, но с долговременными благами, как например домами,) которые используются, будучи обитаемы¹. Если спрос на дома или на деньги увеличивается, население будет предлагать больше других форм богатства в обмен за данное количество жилых комнат или за данное число денежных единиц и будет также предлагать больше за наем домов или за заем денежных единиц. Равновесие на рынке домов будет достигнуто потому, что предложение увеличенной цены и увеличенной аренды вызовет увеличенное Предложение домов.

Но что произойдет в том случае, когда речь идет о деньгах? «Предложение» денег есть неистраченный запас, который может увеличиться только путем увеличения займов в банках. Но рост действительной ценности денежной единицы уменьшит сумму займов в банках. Увеличенная «рента» за наем денег, т. е. увеличенная ставка процента может задержать спрос, но не может увеличить предложения. В самом деле, предложение просто отражает спрос; все то, что задерживает или стимулирует спрос на деньги, задерживает или стимулирует и предложение денег. Это основное различие в аналогии с другими товарами лежит в основе присущей кредиту неустойчивости.

Чем больше количество денежных единиц в неистраченном запасе, тем меньше, говорит количественная теория, будет действительная ценность единицы. Но равно, говорит количественная теория, чем меньше действительная ценность единицы, тем больше количество единиц в неистраченном запасе. В точно такой же степени, в какой расширение предложения понижает ценность, падение ценности усиливает предложение.

Но население в действительности не платит процента за занятые деньги в том же смысле, как оно платит ренту за нанятые дома. Дом нанимается, чтобы в нем жить; деньги занимаются не для того, чтобы

¹ Prof. C a n n a n , «Money», 5-е изд., с. 71—73.

их держать, но для дальнейшей уплаты. Заемщика можно рассматривать как уплачивающего проценты за свой работающий капитал, в котором наличные деньги составляют небольшую и изменчивую часть. Высева́я ставка процента возможно побудит его до некоторой степени экономить наличные деньги, но в еще большей степени заставит его выбрасывать товары на рынок из своих запасов. Предложение продуктов, которыми он может распоряжаться, возрастает поэтому в значительной мере таким же путем, как предложение домов может возрасти вследствие роста ренты. Но предложение денег у м е н ь ш а е т с я , а ценность денежной единицы возрастает.

Теория, что деньги ведут себя подобно товарам, имеет привлекательность парадокса, который завершает обобщение. Но при дальнейшем анализе, она оказывается непригодной, за исключением того случая, когда она прилагается к металлическим деньгам. Золото несомненно есть товар. Но золото само, поскольку оно используется¹ как деньги, подчиняется всем тем законам, которые управляют ценностью денег. Золотая монета сама по себе есть билет; ее способность быть законным платежным средством проистекает не просто от материала, из которого она сделана, но из того факта, что она прошла через правительственный монетный двор и была выпущена для определенной цели—служить средством погашения долгов. Она отчеканена на золоте вместо того, чтобы быть отпечатанной на бумаге с водяными знаками только потому, что такая система облегчает сохранение мерила ценности.

До тех пор, пока билет на погашение долгов может быть превращен с ничтожной затратой в сырой материал для промышленности, единица, представляемая этим билетом, не может упасть ниже ценности содержащегося в нем материала. Но при всем том, пока монета не расплавлена, она остается билетом. Ее способность погашения долгов присоединена к ней условно либо законом, либо обычаем, так же, как и предоставление нрава на представление—к театральному билету.

Хотя металл, из которого сделана монета, является товаром, но только при системе свободной чеканки ценность товара регулирует ценность монеты. Справедливо, что ценность монеты не может упасть на много ниже ценности металла, так как почти невозможно заставить подчиняться всякому запрещению расплавки монет¹. Но ценность монеты может подняться неопределенно выше ценности металла благодаря простому ограничению количества чеканки; ибо по количественной теории чем меньше монет в обращении, тем больше их ценность. Это есть то, что действительно практикуется в странах, подобных Индии, которые имеют серебряные монеты с фиксированной золотой ценностью. Рупия есть простой билет или марка. То же справедливо конечно в отношении всех се-

¹ Запрещение расплавки монет в Англии в течение войны было действительным только потому, что там не было золота в обращении. Английский банк отказывался выплачивать золото каждому, кто мог быть заподозрен в намерении расплавить его.

ребриных монет в странах с золотой валютой, независимо от того—являются ли они неограниченным законным платежным средством, подобно американскому валютному доллару, или ограничены, подобно разменному серебру, которое употребляется как мелкие деньги.

В случае неразменных бумажных денег легко видеть, что их ценность вытекает из их способности погашения долгов. Долги имеют ценность. Так как покупка товаров или услуг создает долг и один долг может быть заменен или противопоставлен другому, то право собственности на долги доставляет кредитору ту власть над товарами вообще, которую мы называем покупательной силой. Владелец какого-либо большего или меньшего богатства предпочитает держать часть его в н е д и ф е р е н ц и р о в а н н о й форме, использовать которую он может как захочет, когда выяснится, какой частный вид богатства ему нужен. Отсюда вытекает спрос на кредит или на покупательную силу, как т а к о в у ю , которая удовлетворяется существованием неистраченного запаса. Этим спросом определяется ценность долгов, а ценность бумажных денег определяется их взаимозаменяемостью с долгами. Бумажные деньги не могут получить своей ценности ни из какого другого источника.

Но одинаково справедливо, хотя и менее очевидно, что з о л о т о с а м о получает значительную часть своей ценности от разменности на кредит. Чеканка не только сообщает золотым монетам свойство законного платежного средства, но значительная часть спроса на чеканное золотые слитки определяется возможностью их использования в качестве символа покупательной силы. Так как золото повсюду может быть превращено в кредит, то оно складывается десятками или сотнями миллионов фунтов в кладовых каждого из крупнейших центральных банков мира. Насколько крупную роль играет на рынке драгоценных металлов спрос для целей денежного обращения, ясно иллюстрируется влиянием постепенной демонетизации серебра после 1871 г. на его цену, а также падением мировой ценности золота сравнительно с другими товарами, когда в течение войны большое количество металла было заменено бумажными деньгами.

Коротко говоря, золото является стандардом, только на одну ступень менее искусственным, чем бумажные деньги, и искусственным по той же причине, а именно потому, что его ценность есть отчасти следствие его законной или условной особенности—способности погашения долгов. Но оно отличается от бумажных денег в двух отношениях: в том, что оно имеет н е к о т о р у ю ценность, помимо употребления в качестве денег, и что его ценность в качестве денег признана на мировом рынке, не взирая на национальные границы.

До сих пор мы касались проблем ч е к а н к и , как отличных от проблемы денег. Если распространенное теперь расположение к системам «CoM bullion standard» и «Gold exchange standard» станет постоянным, то эти проблемы скоро будут иметь только исторический интерес. При си-

стеле свободной чеканки способность законного погашения долгов принадлежит не золоту самому по себе, по только з о л о т ы м м о н е т а м . Кредиты и билеты, обладающие законной платежной силой, одинаково оплачиваются в монете, и поддержание стандарда зависит, или может зависеть, от совершенства монеты. Как только денежная единица начнет падать ниже золотой ценности монеты, станет выгодным переплавлять или экспортировать монеты, находящиеся в обращении, и обращать для этих целей кредит и бумажные деньги в монету. Если монета совершенна и полновесна, то она ничем не отличается от слитка такой же величины. Проблемы возникают, когда некоторые монеты вследствие изнашивания, обрезывания и неаккуратного изготовления или умышленного подделывания становятся ниже предписанного стандарта веса и пробы. В этом случае делается выгодным переплавлять или экспортировать те монеты, металлическая ценность которых больше, чем их установленная ценность в значениях денежных единиц, но не те, металлические ценность которых меньше.

Это и есть закон Гремаша. Худшие монеты вытесняют лучшие. Этот закон проявляет свое действие только тогда, когда существует разница между ценностью монеты, как товара, и ценностью ее, как билета, или марки. Ее ценность, как марки, фиксируется количественной теорией. С изменениями в положении торговли эта ценность может изменяться. Если монета является совершенной, то, когда денежная единица проявляет тенденцию к обесценению, монеты начинают расплавляться и экспортироваться, и этот процесс не может прекратиться до тех пор, пока или ценность денежной единицы не будет восстановлена путем сокращения кредита или какими-либо другими способами—или весь запас денег не будет исчерпан. Если некоторые из монет будут несовершенными, то лучшие монеты будут переплавляться или экспортироваться, пока не останется ни одной монеты, металлическое содержание которой имело бы большую ценность, чем ее ценность, как денежной единицы. В первом случае денежная единица будет предохранена от обесценения до тех пор, пока будет существовать какая-либо монета, которая может быть изгнана; в последнем случае она будет обесценена до уровня самой несовершенной монеты, оставшейся в обращении.

Когда при системе биметаллизма, как ее называют, чеканятся два металла, золото и серебро, причем оба они чеканятся свободно из любых слитков, приносимых публикой на монетный двор, то находит применение тот же принцип. Для целей чеканки денежная единица должна представлять определенное количество каждого металла. Следствием этого является, что монетный двор практически обеспечивает покупку золота и серебра в неограниченных количествах и уплачивает за них по фиксированному ценам в счетных деньгах. Это предполагает, что относительные ценности золота и серебра будут соответствовать их относительным ценам, уплачиваемым монетным двором. Например, во Франции при биметаллическом режиме с 1803 по 1873 г. из одного килограмма серебра

девяностой пробы Чеканилось 200 франков, а из одного килограмма золота той же пробы чеканилось 3 100 франков. Следовательно, цены монетного двора были в пропорции 3 100 : 200 или $15\frac{1}{2}:1$. Но если бы предложение одного из металлов увеличивалось сравнительно с другим, так что, если бы не биметаллическая система чеканки, то более обильный металл обнаружил бы тенденцию к удешевлению,—результатом было бы то, что увеличенное количество обильного металла представлялось бы к чеканке. Увеличение циркулярных средств вызывает, согласно количественной теории, обесценение денежной единицы и общий рост цен. Этот общий рост должен был бы, если бы не биметаллическая система, повлиять на менее обильный металл так же, как и на другие товары, но поскольку цепа этого металла в слитках повышается сравнительно с его ценой в монете, монеты будут расплавляться и экспортироваться. Цена монетного двора переоценивает более обильный металл и недооценивает другой, и этот недооцененный металл вытесняется из обращения в точности тем же самым путем, как хорошие монеты вытесняются изношенными и неполновесными. Это как раз и произошло во Франции и других биметаллических странах Европы в девятнадцатом столетии. После открытия золотых россыпей в 1849 и 1850 гг., золото становится сверхобильным металлом и вытесняет серебро из обращения, пока наконец не наступил такой недостаток в мелких деньгах, что стало необходимым отчеканить ограниченное количество разменных денег низшей пробы, которые было бы невыгодно расплавлять или экспортировать. Едва только была проведена эта реформа, как предложение серебра в свою очередь стало слишком обильным, а предложение золота недостаточным. В 1873 г. свободная чеканка серебра была превращена, и биметаллизм пришел к концу.

Совместное употребление монет и бумажных денег дает другую картину. До тех пор, пока какое-либо определенное количество монет остается в обращении, монеты и бумажные деньги, будучи в равной мере действительными для уплаты долгов, имеют одинаковую ценность в значениях счетных денег. Но если количество бумажных денег увеличивается, ценность денежной единицы падает, и монета, как марка, становится недооцененной по сравнению с рыночной ценностью содержащегося в ней металла. Тогда монеты расплавляются или экспортируются (или припрятываются в надежде на дальнейший рост их ценности), пока ценность денежной единицы не возрастет достаточно, чтобы противодействовать этой тенденции. Таким образом здесь также в конце концов дополнительное количество бумажных денег, после некоторого приспособления, вытесняет равноценную сумму металлических денег из обращения.

Но хотя имеется бесчисленное множество примеров действия закона Грешама по всему миру, однако не следует думать, что этот закон справедлив без всяких исключений и ограничений. Он может действовать только до тех пор, пока вообще признается номинальная ценность монет или банкнот, т. е. до тех пор, пока они действительно употребляются для

погашения долгой на основании этой номинальной ценности. Если должник имеет некоторые монеты, которые, в противоположность другим монетам, стоят дороже, как металл, чем как деньги, то кредитор не может заставить его уплачивать долг этими дорогими монетами. Должник может условиться, чтобы более ценные монеты были Приняты несколько выше их номинальной ценности. Обычно неудобство учинения платежей при помощи орудия, денежная ценность которого изменяется вместе с рыночной ценностью, препятствует этому, но это не является неизменным обстоятельством. В Англии в последней половине XVIII столетия золотой монетой, выпускаемой с монетного двора, была гинея, которая должна была быть равноценной двадцати шиллингам серебром. При таком соотношении золото в монете было недооценено сравнительно с его рыночной ценой в Англии и за границей, и согласно закону Грешама гинея должна была бы быть вытеснена из обращения. Но к этому времени рост торговли сделал такое громоздкое орудие платежа, как серебро, нетерпимо неудобным. Купцы и ювелиры или банкиры находили золото совершенно необходимым для крупных платежей. Вместо того, чтобы двадцати-шиллинговая гинея была вытеснена из обращения, ее номинальная ценность стала мертвой буквой, и она аккуратно ходила за 21½ или за 22 шиллинга.

Эта обычная переоценка монет, которые оказываются удобными для коммерческого оборота, несмотря на то, что по закону они недооценены, не есть единственно возможное исключение из закона Грешама. Деньги, будь то монеты или бумажные деньги, которые являются законным платежным средством, могут перестать обращаться по их номинальной ценности, потому что на практике должники не желают или не могут пользоваться своим законным правом расплачиваться этими деньгами. Французские ассигнаты, которые были все еще единственным орудием платежа, когда они обращались из расчета от одной пятой до двух пятых их номинальной металлической ценности в 1794 г., упали до одной трехсотой в 1796 году. Едва ли можно предполагать, чтобы в этот последний год должник, который дорожил бы своим кредитом или своей репутацией честности, предложил бы пачку билетов рыночной ценностью в десять су в уплату по долгу в 150 ливров¹.

При режиме серебряного стандарда не было никаких затруднений в снабжении разменной монетой; мелкие серебряные монеты представляли такую же малую единицу ценности, какая обычно требовалась при сделках, несколько медее ничтожных, чем те, для которых употреблялись медные знаки. Золотые монеты однако обычно не выпускались ниже пятидесяти гран (вес примерно десятифранковой монеты), монеты же в двадцать пять гран были слишком мелки, чтобы с ними удобно было обращаться. Было найдено, что если золотые и серебряные монеты циркулируют совместно и если серебро будет недооценено, то исчезновение

¹ Законное признание этого положения было дано актом, располагающим по нисходящей скале долги, заключенные в период обесценения (см. гл. XVIII).

серебра вызовет неудобства, так как тогда будет недостаток мелких денег. В XVIII веке в Англии это затруднение разрешилось само собою, так как хотя все лучшие серебряные монеты были экспортированы или расплавлены, но те, которые остались, случайно оказались настолько изношенными, что ни при каких обстоятельствах не было выгодно экспортировать их. В течение столетия или более те же старые монеты, случайно настолько изношенные, что они представляли собою не что иное, как простые металлические диски, были единственными разменными монетами, которые имелись в Англии. Наконец закон о чеканке 1816 года, который окончательно уничтожил серебро как валютный металл, сделав серебряные монеты законным платежным средством только для сумм, не превышающих 40 шиллингов, ввел систему разменных монет, ясно отличающихся, содержащих меньше чистого серебра, чем это вызывалось их номинальной ценностью. Употребление переоцененных серебряных разменных монет стало теперь почти всеобщим^{1 2}.

Система эта конечно несовместима со свободной чеканкой серебра. Чеканка серебра должна находиться под контролем правительства, а правительство должно регулировать массу чеканки соответственно спросу населения. Население будет извлекать из банков ровно столько серебра, сколько ему требуется, и не больше. Если серебра будет недостаточно, чтобы покрыть эту потребность, банки будут испытывать недостаток, и именно на банки должно полагаться правительство в заявлениях о спросе на серебро. Когда банки просят больше разменных денег, правительство покупает по рыночной цене ровно столько серебряных слитков, сколько требуется, чеканит монеты и продает их банкам по номинальной ценности. Если правительство выпустит больше серебра, чем требуется, то избыток скоро скопится в банках, и они будут просить меньше. Если тем не менее правительство упорствует, насильно выпуская все больше и больше серебра в обращение до тех пор, пока банки не найдут, что они имеют несообразно большие накопления, то банки в этом случае установят плату с каждого, кто будет депонировать серебро; другими словами, серебряные монеты будут обращаться с учетом. Несомненно правительства должны предохранить серебряные монеты от этого, приняв на себя скупку всего излишнего серебра по его номинальной ценности.

В основном выпуск валютных денег с полной законной платежной силой—будь это металлические или бумажные деньги—регулируется тем же самым путем, как выпуск разменного серебра. Клиенты банков свободны в превращении своих кредитов в деньги в любом количестве,

¹ Они были пополнены в течение периода банковской рестрикции испанскими долларами, которые были отчеканены Английским банком и выпущены в обращение по предписанной законом ценности.

² Отказ от них в отравках с сильно обесцененными бумажными деньгами можно рассматривать как временный. Употребление билетов очень мелких достоинств является неудобным.

сколько им угодно. Банки определяют свой спрос к центральному банку на законные платежные средства в соответствии со спросом своих клиентов. Центральный банк эмиттирует бумажные деньги или выплачивает золото в зависимости от обстоятельств, в соответствии со спросом банков. Чтобы контролировать спрос на деньги, необходимо воздействовать на тех индивидуумов, от которых в конечном счете зависит спрос. Потребность индивида в деньгах является случайной по отношению к его кредитным операциям; деньги требуются ему лишь потому, что они (деньги) оказываются более удобным орудием для некоторых сделок, которые послужили основанием к получению этим индивидом кредита. Вот почему контроль над деньгами может быть осуществлен через контроль над кредитом.

С точки зрения индивида спрос на золото, серебро, бумажные деньги или кредит определяется просто соображениями удобства. Банки до некоторой степени могут управлять спросом, опираясь на свое право оплачивать свои обязательства всякими законными платежными средствами по своему выбору, но если они зайдут слишком далеко против удобств или предрассудков своих клиентов, то орудие платежа, пользующееся наибольшим спросом, будет ходить с премией. Высокая рыночная оценка гупеи в Англии в семнадцатом столетии является одним из примеров этого. Другой пример может быть найден в премии на банковские деньги в Амстердаме и Гамбурге в XVIII и XIX столетиях; в крупных центрах международной торговли скапливались разнообразные сорта денег многих национальностей и различной ценности, оперирование которыми было невыносимо затруднительно, сравнительно с простым и удобным в деловом отношении трансфертом, который мог бы быть сделан в книгах банков. Еще другой пример можно усмотреть в премии, которая часто устанавливается на банкноты в концессионных портах Китая, хотя эти банкноты не имеют характера законных платежных средств и не представляют никакой другой ценности, кроме ценности серебра, на которое они по требованию могут быть разменены в эмиссионном банке. Но неудобство серебра для крупных платежей является почти запретительным, и предпочтение, оказываемое торговцами банкнотам, отражается на ценности, по которой они обращаются.

Золото замещает серебро как мерило ценности вследствие большего удобства пользования им. При системе свободной чеканки, законные платежные знаки, которые население держит в карманах, сделаны из чеканного металла. В средние века, когда мир был беднее материальными благами и покупательная сила серебра была много больше, чем теперь, крупнейшей монетой в обращении в Англии был одно время серебряный пенс весом в 22 Уграна (равный приблизительно современной трехпенсовой монете). Когда масштаб торговых сделок был таким, что эта монета была удобной, население вероятно не находило, что масса серебра, требуемая для сделок, слишком громоздка.

Золото употреблялось в Византийской империи и оттуда проникло в итальянские города, которые становились богатыми благодаря торговле

<5 Востоком. Флоренция имела флорины, а Венеция—дукаты. Но в Западной Европе золото было и долго оставалось лишь купеческими деньгами. До открытия Нового Света оно являлось слишком недостаточным и дорогим, чтобы быть подходящими деньгами для общего пользования; с того времени, вследствие увеличения предложения обоих металлов, серебро стало слишком изобильным и дешевым. Оно вышло из употребления в Англии в восемнадцатом веке, а в Соединенных штатах в девятнадцатом, в обоих случаях в результате переоценки золота в номинально биметаллических системах.

Система биметаллизма одно время фактически действовала во Франции. Франция была готова или поглощать золото и освобождать серебро, или поглощать серебро и освобождать золото по его чеканной цене, соответствующей отношению $\frac{1}{15}$. До тех пор, пока предложение того или другого металла не было столь большим, чтобы целиком вытеснить другой металл из обращения, установленное во Франции отношение господствовало на мировых рынках слитков, хотя регулярно существовала небольшая премия (редко превышавшая 1%) на более скудный металл. В течение первой половины XIX века золото было более недостаточным металлом и держалось с премией, а потому французское денежное обращение ^казалось основанным на серебряном базисе.

После открытия золотых россыпей в 1849 и 1850 гг. серебро стало более редким металлом, и французское денежное обращение перешло на золотую основу. Существовавшая небольшая премия на себербро была элементом неопределенности в курсовой ценности серебряных монет и в Лондоне и в Париже, двух крупнейших финансовых центрах мира. В 1871 г. Германия перешла от серебряной к золотой валюте, и вследствие этого весь остальной мир устремился по тому же пути. Этот процесс растянулся на тридцать лет и даже к началу войны 1914 г. остался незавершенным, так как Китай, с одной пятой частью мирового народонаселения, сохранил и сохраняет серебряную валюту.

Пока самые мелкие купюры бумажных денег были слишком крупны для выплаты заработной платы, высшее удобство золота было реальностью. В Англии, при отсутствии банкнот ниже пятифунтового достоинства, чеканка серебра без золота была бы невыносимо неудобна. Во Франции, где нет бапкнот достоинством ниже 50 франков, это все еще было бы неудобным. Германия начала употреблять двадцатимарковые банкноты в 1906 г.¹, но они не вошли в общее употребление до 1914 года.

Другие страны, тем не менее, долго пользовались мелкими банкнотами, и раз мелкие банкноты имели силу, то преимущества золота над серебром практически пропадали. Ибо для любого номинального достоинства, выше достоинства разменных денет, бумажные деньги буге в целом так же удобны, как золото, и они обходились не так дорого. Со

¹ Казначейские билеты мелкого достоинства уже существовали, но их выпуск был ограничен 120 млн. марок.

времени войны золотые монеты практически перестали циркулировать и в Европе и в Америке, но золотая валюта твердо закреплена в монетном законодательстве, в привычках и предрассудках населения и в накопленных золотых резервах центральных банков и других учреждений, регулирующих денежное обращение.

Даже если бумажные деньги вытеснят золото из внутреннего обращения, остается еще легкое преимущество золота над серебром в качестве мировой валюты, заключающееся в том, что издержки транспорта данной ценности из страны в страну немного меньше в отношении золота, чем в отношении серебра. Чем меньше объем и вес металла в отношении к его ценности, тем меньше будут издержки транспорта, и следовательно теснее пределы, внутри которых может изменяться величина курса. Но на практике эта разница очень мала. Страхование, которое составляет большую долю итога издержек, зависит не от объема, а от ценности, и то же мы имеем в отношении потери процентов при перевозке.

Когда золото называют международными деньгами, то из этого не следует заключать, что международные долги действительно оплачиваются в золоте. Долг оплачивается в деньгах той страны, где он подлежит оплате. Причина, почему золото употребляется для сведения международных балансов задолженности, заключается* в том, что в каждой стране с золотой валютой банковский кредит может быть куплен или продан на золото по фиксированной цене. Золото может быть превращено в средство платежа. Чтобы и с п о л ь з о в а т ь золото, необходимо прежде всего осуществить это превращение.

При системе свободной чеканки золото может быть обращено в монеты на монетном дворе, а монеты депонированы в банке. Но если золото не предназначено к переходу в обращение, то время и труд, затраченные на чеканку, пропадают. Продавец золота получает все, что ему требуется, когда баше кредитует его на сумму выручки, а банк согласен держать его золото в форме слитка, исключая ту сумму, которая ему несомненно потребуется для обращения в короткий срок.

Центральные банки соответственно вводят в практику покупку золотых слитков по чеканной цене или с ничтожной скидкой, а в некоторых странах они даже обязаны по закону делать это. Каждый может свободно принести золото на монетный двор, но на практике торговцы слитками находят более удобным продавать золото банку, и никто, за исключением центрального банка, никогда не приносит золота для чеканки.

Цена, по которой банковый акт 1844 года обязывал Английский банк покупать золото, была равна 3 фунт. 17 шилл. 9 пенсам за стандартную унцию, или $\frac{1}{4}$ пенса ниже чеканной цены. Эта разница имела в виду компенсировать потерю процентов в течение процесса чеканки. Это составляет 0,16%, или около 3 % годовых за три недели. Потеря процентов в течение периода чеканки является недостатком в применении чистой доктрины о свободной чеканке. Обычно незначительный, он

может существенно усилиться ири особых обстоятельствах. Не только краткосрочная процентная ставка, может быть высока, но если спрос, на чеканку станет исключительным и превысит производительную способность монетного двора, может произойти длительная задержка в выполнении чеканки. Если монеты будут единственным законным средством платежа, то центральный банк, обязанный покупать золото по фиксированной цене и выплачивать монеты своим вкладчикам и держателям банкнот по востребованию, может быть вынужден приостановить платежи просто потому, что он не сможет превратить слитки в монеты достаточно быстро, чтобы удовлетворить панический спрос. Лучшим предохранителем от этой случайности является употребление бумажных денег соответствующих купюр взамен золотых монет.

Иногда за чеканку устанавливается некоторая процентная скидка с веса, называемая пошлиной за чеканку. Каждый человек, который принесет для чеканки слиток определенного веса, получит обратно монеты, общий вес которых будет ниже на величину этой процентной скидки. При этой системе ни один слиток не будет принесен для чеканки, если ценность денежной единицы (определяемая количественной теорией) не будет достаточна, чтобы оплатить слиток, т. е. ценность денежной единицы должна превышать ценность слитка, содержащегося в монете, которая за него уплачена, на величину пошлины за чеканку. И монеты не будут экспортироваться и переплавляться, если ценность денежной единицы не упадет ниже ее действительности металлического содержания. Эта система следовательно допускает более широкий простор колебаниям денежной единицы, чем система свободной чеканки. Это имеет место, если разрыв между высшей и низшей золотыми точками увеличивается па величину пошлины за чеканку. Небольшая пошлина, например, в 1%, не является необычной чертой современных систем чеканки; она логически заключает в себе разницу между покупной и продажной целой золотых слитков в банках. Крупная пошлина была некогда обычной, но теперь это относится к области истории \ Чрезмерная пошлина является в сущности извлечением прибыли путем снижения веса чеканных денег. Если неполновесные монеты выпускаются слишком свободно, то денежная единица обесценивается, и доход пропадает. <Даже при системе свободной чеканки и разменности бумажных денег равноценность денежной единицы ее номинальной ценности в золоте есть не что иное, как приближение. Это приближение конечно может быть сделано очень точным, если чеканка выполнена совершенно и действительно регулируется, и соглашения о платеже денег за кредит и кредита за деньги являются подлинно свободными. Если значительная часть монет неполновесна или вследствие изношенности, или благодаря небрежному выполнению, или если чинятся препятствия обра-

¹ Т. О. в системах чеканки, в ином отношении свободных, где пошлина является фиксированной надбавкой, пропорциональной отчеканенной сумме. Разница между номинальной ценностью и ценностью слитка часто называлась пошлиной за чеканку в отношении монет, выпускаемых по усмотрению правительства.

щению кредита в деньги или слитки, то может быть заметная разница между номинальной и действительной ценностью монеты в золоте. Было бы заблуждением предполагать, что даже всеобщее обращение неповрежденных золотых монет может явиться полным предохранением против этого. Даже прежде чем хорошие золотые монеты начнут расплавляться, рыночная цена слитков уже должна быть настолько высокой, чтобы сделать эту расплавку выгодной. И выгода, которая будет получена от расплавки значительного количества монет, не покроет затрат по расплавке небольшого количества. Собирающие монеты в количествах достаточных, чтобы оплатить расплавку, и извлечение оттуда более легких монет требуют времени и труда. Если золотое обращение не поддерживается соответствующими распоряжениями для размена значительных кредитов на полное золото по требованию, то оно само по себе не предохраняет от заметной премии, уплачиваемой за золото. Действительно, так как золотой рынок, подобно всяким другим рынкам сырых материалов, оперирует исключительно с большими количествами, золотая ценность кредитов может быть регулируема только путем размена на золото достаточно крупных кредитов.

В основу денежной теории должны быть положены счетные деньги. Трактовать счетные деньги как единицу измерения цен—значит воздавать им меньше, чем они заслуживают. Они являются прежде всего единицей измерения долгов, и их использование для измерения цен просто вытекает из того факта, что установление цены является предпосылкой образования долга. Представление о долге, опирающемся на закон или обычай, лежит в основе всех экономических отношений в человеческом обществе, а это понятие предполагает существование счетных денег для исчисления долгов. Каждый день создаются новые долги и погашаются старые, но эти изменения только модифицируют, но не уничтожают идентичности долгов, которые продолжают существовать изо дня в день. Если когда-либо валютные деньги изменятся, то те же самые долги, которые были законно оформлены непосредственно перед этим изменением, останутся в полной законной силе и непосредственно после этого. Эти долги и единица, в которой они исчислены, продолжают существовать, даже если их ценность в значках богатства изменится.

Изменение металлической ценности единицы может быть неудобным, несправедливым, губительным. При некоторых обстоятельствах оно может быть справедливым и полезным. Кроме того оно может достигать справедливости посредством небольшой несправедливости. Каковы бы ни были достоинства или недостатки этого, изменение валюты заставит действие долгов в непрерывном существовании. В своем чистом виде долг является тем же самым после изменения, как и до него. Ошибка — определять счетную единицу в значениях металлической валюты, ибо счетная единица есть то, что продолжает оставаться твердым, даже когда валюта изменяется. Первоначально английский фунт стерлингов представлял собою 4 995 гран чистого серебра. Неоднократные снижения постепенно

довели его к 1601 году до 1719 грая. С 1717 До 1798 г. фунт стерлингов представлял собою альтернативно 1 719 гран чистого серебра или 113 гран чистого золота, и закон о чеканке 1816 г. приравнял его 113 грамам чистого золота. Его рыночная ценность часто заметно расходилась с его законной ценностью в драгоценных металлах. Однако, он всегда оставался тем же самым фунтом стерлингов; было бы ошибочным определять его как 4 995 или 1 719 гран серебра или как 113 гран золота. Фунт стерлингов может быть определен только как английская единица исчисления долгов. Фунт есть фунт. Он сохранил непрерывность существования с незапамятных времен, непрерывность, едва превосходимую другими человеческими установлениями, за исключением дней недели.

В некоторых странах эта непрерывность нарушалась, когда—после понижения веса и уменьшения стапдарда или после чрезмерного выпуска бумажных денег — совершалось справедливое согласование долгов, которые в течение периода этого нарушения оплачивались несколько ниже своей номинальной ценности. Мы будем иметь случай неоднократно упоминать об этом в последующих главах.

Иногда— две денежные единицы употребляются совместно. Например,— когда эмиссия бумажных денег становится серьезно обесцененной, может случиться, что население начнет заключать торговые сделки, открыто оплачиваемые не бумажными, но металлическими деньгами. Иногда кроме того денежная единица делается разобщенной от легальных денег; долги и банковские кредиты остаются взаимозаменяемыми, но могут быть превращены в наличные деньги только с уплатой премии. Это случилось довольно часто во время больших финансовых кризисов в Соединенных штатах. Во время кризиса 1873 г. существовала даже небольшая премия на бумажные деньги, хотя бумажные деньги сами обращались с существенным учетом сравнительно с золотом.

ГЛАВА XIII ТЕОРИЯ БАНКОВОГО ДЕЛА

До сих пор мы рассматривали деньги как нечто подчиненное кредиту. Это не означает конечно, что это единственно допустимая точка зрения, в отличие от более общепринятого взгляда на металлические деньги как на основное орудие обмена, а на кредит как на полезное и экономное дополнение к нему. Но наша трактовка предмета имеет практическое преимущество потому, что при современной организации хозяйства кредит имеет преобладающее значение, а функции денег действительно становятся относительно подчиненными. И с теоретической точки зрения покупка на металлические деньги во всех случаях может быть разложена на создание и погашение долга, т. е. на две кредитных сделки. С противоположной точки зрения продажа в кредит могла бы быть

*

рассматривается как незавершенная часть продажи на деньги, но в действительности обычно бывает, что продажа завершается не уплатой денег, а противопоставлением другой аналогичной кредитной сделки. Значение способности денег быть законным платежным средством не может быть понятно иначе, как в терминах долгов (кредитов). Обмен товаров есть нечто добровольное; до тех пор, пока не создается долга, не происходит никакого законного принуждения, и лишь после того как создан долг, закон может предписывать, как этот долг должен быть погашен.

Такая точка зрения требует остановиться на теории банковского дела. Обязательства банкиров являются формой кредита, употребляемой как орудие платежа. В главе I мы определили банкира как торговца долгами. По большей части однако он не покупает долги, а создает их. Даже когда *т* покупает их, как например при учете векселей, то долги обычно создаются с определенной целью быть проданными банкиру, *фирме* этих сделок, банкиры обычно покупают долги у других банкиров.

Долги, создаваемые банкирами или создаваемые с целью передачи банкирам, являются обычно теми, которые возникают из производства, включая торговлю, транспорт и создание основного капитала. Производство может быть рассматриваемо как превращение общества в должника производителю. Но конечная сумма этого долга является спекулятивной; она зависит от рынка производимых продуктов. Общество не будет платить своего долга до тех пор, пока продукт не будет изготовлен и продан потребителю. В этот промежуток времени банкир принимает на себя весь долг общества (подвергнув его конечно учету) или такую часть его, которая немедленно требуется производителю. Принятое таким образом банкиром на себя обязательство является для производителя средством платежа; какое бы имущество ему ни потребовалось в течение процесса производства, он может его купить. Но он может только купить богатство, которое существует; обязательства банкиров сами по себе не являются богатством. Во всякий момент имеется остаток задолженности общества производителям, если учесть все, что они доставили своими услугами и своим имуществом для производства богатства, которое еще не закончено или которое, будучи законченным, еще не продано. Поскольку эта задолженность общества принята на себя банкиром, это очевидно дает право производителям покупать богатство, для оплаты которого они еще не имеют наличных денег. Но в противоположность этому, производители желают держать крупную часть своей покупательной силы в неиспользованном резерве, и это есть то, что мы назвали неистраченным запасом. Соответственно от общества не требуется немедленно уплаты его долга производителю, и банкиры, которые приняли на себя остаток долга, получают прибыль. Хотя они взимают проценты с производителя и торговца в вознаграждение за принятие на себя долга общества, тем не менее они не должны платить этой части долга совершенно.

Следует отметить, что нет необходимого равенства между обязательствами банкиров, с одной стороны, и задолженностью общества произво-

дителям,—с другой. Запасы незаконченного производством и непроданного *богатства* могут превышать резервы неиспользованной покупательной силы. В этом случае разница должна быть получена как часть капитальных вложений общества. Если бы, принимая крайний случай, никто никогда не держал бы никакого неистраченного кредита, так что не было бы никогда текущих банковских депозитов, то ссуды, выдаваемые банками, не могли бы превышать их собственных капиталов; банк, в действительности, был бы просто агентством для помещения части сбережений общества во временные займы. Сбережения во всяком случае используются точно таким же путем для накопления необходимых запасов товаров в течение производства или ожидания продажи, как и для получения основных капиталов промышленности и транспорта, но используются они для этой цели только путем банковских ссуд. Если банковские ссуды торговцам превысят общий итог банковских депозитов, то излишек должен быть покрыт капиталом банков. Или кроме *того* могут существовать бок о бок с банками, финансовые или учетные компании, которые используют свой капитал на выдачу временных ссуд. Если, с другой стороны, временные ссуды, выданные банками, будут меньше, чем их обязательства до востребования, то они должны держать некоторые другие активы. Во всяком случае, несомненно, они держат некоторую сумму наличных денег, но кроме того они могут иметь некоторые долгосрочные помещения. И действительно, практически все банки совершают постоянные инвестиции, а в некоторых странах они действуют как учредители и участники в капитале предприятий в широких размерах.

Таким образом нет о б я з а т е л ь н о г о соотношения между двумя сторонами банковской деятельности — обязательствами до востребования, которые образуют орудия платежа, и временными ссудами торговцам. Соединение этих двух функций в одном учреждении является крупным преимуществом с точки зрения удобства, и из этого соединения вытекают важные последствия. Но в некоторых отношениях желательно каждую из этих функций изучать отдельно от другой.

Рассмотрим сначала деятельность банкиров по предоставлению временных ссуд. Продажа товаров потребителям является длительным процессом. В значительной степени и производство также является длительным процессом; когда оно не является непрерывным, то оно бывает обычно периодическим, зависящим *от* повторения урожаев. Между процессами производства и потребления имеют место процессы транспортирования и торговли, в которых товары участвуют почти обязательно в б о л ь ш и х количествах. Продажи фабриканта, покупки и продажи купца, и покупки розничного торговца — все они совершаются в больших размерах, и следовательно количеством товаров на руках каждого из них представляется последовательным рядом, лишенным непрерывности, будучи большим непосредственно перед продажей или после покупки и малым — непосредственно перед покупкой или после продажи. Если бы не существовало временных займов, то основной капитал каждого чело-

века доджей был бы быть достаточным для уплаты за максимальное количество товаров, которое он в любое время имеет в своем владении, О всякий раз, когда количество товаров на руках оказывается ниже этого максимума, он должен иметь остаток бездеятельных денег, равноценный этой разнице. С точки зрения отдельного торговца преимущество временного займа состоит в том, что он позволяет торговцу избежать необходимости держать по временам крупный остаток бездеятельных денег, которые не приносят процента. Фактически займы позволяют торговцу хозяйственно использовать эти остатки. Совершенно несущественно, получен ли заем от банкира или финансиста или от других торговцев. Он может быть получен посредством векселей, выданных продавцами на покупателей, или просто по открытому счету в их бухгалтерских книгах, е периодическим заключением. Какова бы ш была практика, целью является экономное использование остатков свободных денег. И если в стране употребляются металлические деньги, то экономия в остатках наличных денег означает экономию в использовании металла и действительное сбережение богатства. Если же употребляются бумажные законные платежные знаки — а это, как мы видели, есть нечто отличное от банковских кредитов, даже если последние представлены банкнотами,— то в этом случае не будет сбережения богатства общества. Экономия в остатках наличных денег означает уменьшение эмиссии бумажных денег, и сбережение торговцев будет осуществлено за счет прибылей от эмиссии, которые должны были бы достаться на долю эмиссионного учреждения.

Преимущества временных позаймствований не ограничиваются однако сбережением процентов на бездеятельных деньгах. Без возможности займов купец был бы ограничен в своей предприимчивости основным капиталом своего предприятия. Даже если бы этот капитал был достаточен, чтобы покрыть все обычные колебания его запасов, он был бы все же недостаточен, чтобы позволить ему использовать преимущество исключительных случайностей для крупных покупок, которые может открыть ему его специальный талант и знание торговли. Поэтому временные займы вводят необходимый элемент эластичности в деятельность купцов. Без этого его специальная функция антиципации будущих потребностей общества была бы сильно ограничена.

Во время кризиса порожденный паникой крик о деньгах является, отчасти по крайней мере, следствием утраты обычной легкости заключения временных займов. Торговцы вынуждаются держать большие остатки наличных денег (не обязательно в кассе, но и, возможно, в кредите), потому что они не могут рассчитывать на займы.

Другая сторона банковской деятельности—принятие на себя обязательств, которые могут быть использованы их кредиторами как орудие платежа,—могла бы быть совершенно отделена от операций по предоставлению займов. Активы, которые эмиссионные банки держат в качестве обеспечения своих банкнот, часто совершенно не содержат временных

займов. Это справедливо например в отношении национальных бапков Соединенных штатов. В теории обычные банковские кредиты по текущему счету могли бы быть вполне обеспечены наличной кассой и долгосрочными инвестициями. Все, что требуется, это чтобы активы были достаточны для покрытия обязательств и чтобы предел кассовой наличности был достаточен для оплаты кредитов по востребованию по мере необходимости. Вели бы практика предоставления временных займов не существовала, можно было бы предположить, что потребность в банковских кредитах, как в орудиях крупных платежей, привела бы к учреждению банков на некотором подобном базисе. Услуги, оказываемые подобными банками торговле, заключались бы в упразднении труда и издержек по пересчитыванию, перевозке и охране законных платежных средств, которые при других условиях должны были бы производиться. Если бы законные платежные средства были металлическими, то осуществилось бы и сбережение от экономии в использовании металла. Но в том случае, повторяем, если бы законные платежные средства были бумажными, не было бы реального сбережения, а только выигрыш банкиров за счет прибылей от эмиссии.

Существование неистраченного запаса, фонда неиспользованной покупательной силы, является благоприятным обстоятельством для получения прибыли. Это благоприятное обстоятельство может быть умышленно устранено для того, чтобы поддерживать металлическое денежно-обращение. Весь неистраченный запас мог бы находиться в форме наличных денег при системе неограниченной свободной чеканки, или, если бы часть его состояла из банкнот и банковских кредитов, то банкноты и банковские кредиты могли бы быть обеспечены равной суммой монет или слитков. Но если бы эта строгая система не была принята, то часть этого фонда дала бы прибыль кое-кому. Поскольку неистраченный запас держится в форме бумажных денежных знаков, необеспеченных металлом, прибыль идет эмиссионному учреждению. Поскольку он находится в форме банковских кредитов, неподкрепленных ни металлом, ни бумажными денежными знаками, прибыль идет банкам, хотя банки ■могут делить ее со своими клиентами, уплачивая некоторую сумму процентов по текущим счетам.

О банках часто говорят, что они снабжают «капиталом». О них говорят, что они получают капитал от своих клиентов, которые иначе оставили бы его бездейственным, и одалживают его торговцам, которые в состоянии плодотворно его использовать. Вкладчик, который держит праздно остаток наличных денег, должен конечно отказаться от права распоряжения капиталом, который он мог бы использовать, а заемщик в банке получает и использует то право, от использования которого воздерживался вкладчик. Но капитал сам по себе, подлинные товары и услуги, которые покупает заемщик, никогда не переходит в полное владение банкира. Банкир всегда является не кем иным, как только дебитором и кредитором. Он получает капитал в том смысле, как держа-

тели акций и долговых расписок доставляют капитал. Баланс торговца показывает а дебитовой стороне суммы, принадлежащие акционеру, держателю долговой расписки и банкиру, а на кредитовой стороне—ценность, которую экономисты называют капиталом, как например здания, машины, торговые запасы, учредительские затраты и т. д. Воздержание от расходов, которое создает сбережения, подписанные акционерами и владельцами долговых расписок, аналогично с точки зрения баланса воздержанию от расходов, которое дает «неистраченный запас*», и тем самым делает возможной банкирскую деятельность, хотя в первом случае мотивом является желание приобрести приносящее доход помещение капитала, а в последнем — удобство иметь некоторую сумму покупательной силы на руках.

Когда о банках говорят, что они получают капитал от своих вкладчиков и одалживают его торговцам, это не является совершенно точным описанием того, что происходит, даже если капитал берется в балансовом смысле. Единственная неиспользованная покупательная сила, которую банки получают от своих вкладчиков, состоит в наличных деньгах, уплачиваемых главным образом теми, которые в процессе своей деятельности получают наличных денег больше, чем кредитов, как например — розничные торговцы, железнодорожные и трамвайные компании, сборщики квартирной платы с рабочих и т. д. За этими исключениями, банки создают покупательную силу в процессе предоставления кредита. Им остается только увеличивать или уменьшать неистраченный запас путем ускорения или замедления этого процесса предоставления кредитов. И поскольку они увеличивают или уменьшают неистраченный запас, они увеличивают или уменьшают предложение «капитала» в балансовом смысле этого слова.

Это увеличение или уменьшение капитальных статей на дебитовой стороне баланса торговцев будет сопровождаться соответствующим увеличением или уменьшением товаров, законченных ли или находящихся в процессе производства, на кредитовой стороне. Изменение может произойти или в количестве товаров, или целиком или частично в их денежной ценности. И поскольку изменение происходит лишь в денежной ценности товаров, изменение в сути капитала будет только номинальным.

И средства и обязательства торговца вообще называются «капиталом», и важно избежать смещения, которое может произойти от этого двойного использования термина. Когда говорят об изобилии или недостатке капитала, то это обычно означает не изобилие или недостаток богатства, предназначенного к использованию в промышленности, но что банки расположены или не расположены предоставлять займы. В то время, когда недостаток капитала является наиболее острым, как например во время кризиса, затруднения проистекают от изобилия товаров потому, что купцы продают их с убытком за неимением кредита^ на который они рассчитывали для того, чтобы держать товары.

Обязательства банкиров, которые служат орудием платежа, должны быть обязательствами, ужасна и в ш и м” и, другими словами,— они должны быть обязательствами по востребованию. Если это будут только срочные обязательства, они неизбежно должны подвергаться учету для вычисления их ценности. Трудность вычисления сделала бы их неудобным средством платежа, и точная учетная ставка могла бы быть предметом торга. Из этого общего правила бывает много исключений. В XVIII век многие банки выпускали банкноты, которые не оплачивались немедленно по востребованию. Они могли быть оплачиваемы через некоторый промежуток времени после предъявления, или же за банком сохранялось право отсрочить платеж на некоторое время, при условии уплаты процентов. А в Ланкашире еще до середины XIX века векселя регулярно переходили из рук в руки как средство платежа за товары, собирая (в течение этого процесса почти невероятное число индоссаментов.

Депозиты, подлежащие оплате по уведомлении и приносящие проценты, являются формой банковского обязательства, промежуточной между остатком наличных денег и инвестицией. Но поскольку уведомление об оплате не сделано, эти депозиты не могут быть использованы как орудие платежа; вкладчик не может передать этого депозита посредством чека, пока он не переведет своего вклада на текущий счет.

То обстоятельство, что обычно возражают против использования в качестве средства платежа всякой формы банковского обязательства, кроме тех, которые оплачиваются по востребованию, содействует тому, что срочные обязательства, приносящие проценты, удерживаются до наступления срока в качестве инвестиций. Экономисты часто доказывали, что векселя есть такие же «деньги», как банкноты или чеки¹. Но между ними есть существенное различие, и на практике векселя мирно покоятся в портфелях банкиров до наступления срока, только в исключительных случаях пробуждаясь и выходя на момент на дневной свет для того, чтобы быть переучтенными и переменить своих владельцев.

Тероетия банкового дела п банкиры - практики одинаково одержимы страхом перед ошстностью большой массы обязательств до востребования. Очень хорошо говорить, что все вкладчики и все держатели банкнот Английского банка никогда не потребуют платежа одновременно, но если бы они с д е л а л и это, то Английский банк оказался бы не в состоянии платить. Ни один баш® не может быть совершенно надежным местом для хранения, если он, подобно старым депозитным башкам

¹ Маклеод рассуждал так на том основании, что термин «деньги» (currency) первоначально употреблялся в законе в применении ко всем документам, могущим служить объектом купли-продажи.

Гамбурга и Амстердама, ив держит запаса монет, ранного общей сумме его обязательств до востребования.

Практика помещения возможно большей доли средств банка, кроме кассовых резервов, в векселя или займы на короткий срок вообще рекомендуется как лучшее предохранение от этих опасностей. Если вкладчики начнут изымать деньги, банк может защищаться, приостановив предоставление новых займов и сокращая изо дня в день, по мере наступления сроков, суммы существующих займов. Если только не произойдет одновременного наплыва требований к банку о выплате денег, называемого «run», то этот процесс вероятно настолько укрепит кассовые резервы банка, что поможет ему покрыть все требования. Если же нет, то банк должен доставать деньги в другом месте, и для этой цели наиболее действительным способом является переучет векселей. Во время потрясений, заимодавцы будут лучше удовлетворены из тех обещаний, срок уплаты капитала по которым наступает через короткое время, чем биржевыми ценностями, капитальная стоимость которых может быть подвержена большому обесценению.

Эта доктрина достаточно справедлива, поскольку она действует. Но вопрос о лучших средствах, которые необходимо иметь в качестве обеспечения банковских обязательств до востребования, выдвигает большое число других соображений.

Во-первых, существуют два совершенно различных условия состоятельности; средства должны превышать обязательства на достаточную маржу, а кассовые резервы должны всегда составлять сумму, которая требуется для покрытия обязательств до востребования. Первое является условием, приложимым ко всем видам деятельности, а второе свойственно только банкам. И правила поддержания общей состоятельности во многих отношениях одинаковы как для банков, так и для других предприятий. Должен существовать достаточный предел капитала, подкрепленный насколько возможно балансовыми резервами; должны быть приняты все разумные предосторожности, чтобы быть уверенным в состоятельности людей, которым предоставляются займы; прежде чем будут распределены прибыли, должны быть приняты надлежащие меры в отношении безнадежных и сомнительных долгов и против обесценения активов, Подобных долгосрочным инвестициям. Фабриканты имеют крупный основной капитал, я могут иметь очень небольшую или даже совершенно не иметь, временной задолженности; торговец будет иметь относительно большую, временную задолженность. Но временная задолженность будет занимать, много меньшее место даже в балансе торговца, чем обязательства до востребования в балансе банкира. Чтобы поддержать такие крупные обязательства фиксированной денежной ценности, банкир должен иметь надлежащие активы фиксированной денежной ценности. Долгосрочные инвестиции подвержены неопределенному капитальному обесценению, и следовательно банкиру требуются краткосрочные инвестиции не просто

потому, чтобы облегчить ему поддержание кассовых платежей до востребования, но и чтобы поддержать его состоятельность. Опасность долгосрочных инвестиций часто демонстрируется банкротством сберегательных банков, руководимых с добросовестной заботливостью и, вероятно, с осторожностью. Они не могли оставаться состоятельными, если они должны были покупать инвестиции по высокой цене, когда сбережения обильны, и продавать их по низкой цене, когда сбережения отливали. В странах, где торговая деятельность относительно мала, сравнительно с объемом производства, банки склонны подвергаться риску долгосрочных инвестиций. Поскольку они поддерживают значительную пропорцию краткосрочных обеспечений и выбирают соответствующие полноценные (gilt edged), долгосрочные инвестиции, то в этом не может быть никакого вреда. Опасность заключается в том, что они могут принять на себя функции учредительских и посреднических компаний и могут оказаться обремененными большими кипами ценных бумаг, которые или не могут быть проданными, или могут быть реализованы только с большими жертвами. Или в сельскохозяйственных странах они могут авансировать некоторые суммы по закладным на собственность, которая не даст соответствующих сумм при продаже, в случае непогашения долга при наступлении срока. Основной порок подобной практики не столько в том, что инвестиции заключаются на долгие сроки или что капитал не оплачивается, — действительно, при наличии закладных капитал оплачивается, — но в том, что ценность самих инвестиций является сомнительной. Но эта неопределенность ценности сама по себе является отличительной особенностью долгосрочных инвестиций в противоположность краткосрочным. Шансы, что купец, который кажется совершенно состоятельным в июне обанкротится в сентябре — (весьма малы. Шансы, что земля, которая является обеспечением закладной, испытает серьезное понижение ценности в течение трех, пяти или десяти лет, — уже значительны. Хорошо продуманным является принцип здорового банковского дела, что большая часть банковских активов должна состоять из векселей, ссуд и других краткосрочных обеспечений, но наиболее убедительным доводом для этого является то, что иначе трудно поддерживать общую состоятельность банка.

Даже если банки сами не принимают участия на рынке инвестиций и избегают риска увязывать часть своих средств в неликвидных акциях, они могут впасть в те же самые затруднения, авансируя деньги рынку инвестиций. Находящийся в затруднении подписчик или компания учредителей, вынужденные держать на руках ценности, которые публика не желает покупать, должны будут прибегнуть к помощи своего банкира. Если они могут представить соответствующее обеспечение, банкир предоставит им ссуду. Но если это не будет отдельный случай, если рынок инвестиций в целом испытывает затруднения вследствие недостатка спроса на инвестиции со стороны публики, то может оказаться

невозможным 'реализовать ценности, которые сами по себе безукоризненны. Когда инвестиционные ценности должны ■быть проданы, деньги на покупку их могут быть получены только из сбережений инвестирующей публики или путем создания банковских кредитов. Следовательно, степень, до которой может быть понижена сумма банковских кредитов путем продажи таких ценностей, ограничена предложением сбережений, пригодных для инвестирования. Ссуды под инвестиционные ценности, если даже они кажутся очень ликвидными активами, иногда при критических обстоятельствах оказываются замороженными.

Существование всякого крупного класса торговцев, будь то банкиры, подписчики, финансовые компании или всякие другие, с долгосрочными средствами и краткосрочными долгами, всегда является источником опасности. Это является реальной основой предубеждения против того, что называют «финансовыми векселями» или «дружескими векселями», т. е. выданными не для получения денег на покупку товаров, предназначенных для скорой продажи, но чтобы покрыть недостаток в наличных деньгах. Бет абсолютно никакой опасности в займе для покрытия дефицита, при условии, что дефицит является временным. Не существует также никаких особых качеств в дефиците, вызываемом покупкой товаров! В процессе торговой деятельности может быть сто и одна законная причина для антиципации будущих поступлений или для воздержания от востребования займов, для получения средств с целью оплаты немедленного обязательства или для овладения многообещающей случайностью. Зло финансовых векселей заключается в использовании их для получения денег на создание основного капитала, когда необходимое предложение сбережений не может быть получено на рынке инвестиций. Это злоупотребление, системой было отличительной чертой кризиса Overend and Gurney® 1866 г., а также американского кризиса 1907 года.

Рассматривая способы обеспечения наличной оплаты банковских обязательств до востребования, мы должны установить различие между требованиями нормального времени и требованиями в период кризиса. В нормальное время ответственность должна ложиться исключительно на отдельного банкира; во время кризиса, хотя его ответственность и должна играть свою роль, положение больше зависит от поведения учреждений, будь то правительство или центральный банк, на которые возложен в конечном счете контроль за положением банков. В нормальное время банки находятся в состоянии конкуренции друг с другом. Они прилагают усилия к тому, чтобы привлечь к себе клиентов теми выгодами, которые они предлагают, в форме ли финансовых облегчений или локальных удобств. Каждый банк имеет свою клиентеллу, людей, которые по тем или иным причинам предпочитают проводить свои финансовые операции через этот банк. Поэтому большая часть его заемщиков будет находиться в числе его вкладчиков. Если банк будет слишком свободен в предоставлении займов, то его клиенты при расчете будут уплачивать большие суммы клиентам других банков, чем сами получать. Этот банк

будет находить изо дня в день, когда он будет сводить счета в расчетной палате, что он должен покрывать пассивный баланс уплатой части своего кассового резерва. Если он держит кассовые резервы в должной пропорции к своим обязательствам, то он должен будет сократить свои ссуды или быть может превратить некоторые из других своих активов в наличные деньги', например, переучитывая векселя. Какую бы меру он не предпочел принять, результатом было бы то, что не должен больше обгонять своих конкурентов в предоставлении займов. И с другой стороны, излишне осторожный банк встретит благоприятный баланс, следуемый ему от расчетной платы; его кассовые резервы будут расти за счет его других активов, а его прибыли пострадают благодаря тому, что его продуктивные активы будут слишком малы по отношению к общему итогу. Таким образом, для всех банков существует тенденция итти нога в ногу в предоставлении кредитов; каждый может расширять свои операции, только находя новых клиентов, а займы и ссуды, которые он может разместить среди данного круга клиентов, практически ограничены.

Потеря наличных денег может произойти или благодаря предоставлению чрезмерных ссуд или благодаря потере доверия к банку со стороны его клиентов. В последнем случае средством для банка является заем в других родственных банках. До тех пор, пока потеря доверия является незаслуженной, до тех пор, пока банк может представить баланс, который докажет его состоятельность, банк может заключить такой заем. Банковая организация будет всегда готова помочь одному из своих членов при условии, что он действительно является состоятельным, так как всякое банковское банкротство вызывает 'сокращение средств платежа и подвергает их затруднениям. Но одна вещь—быть состоятельным, и 'совершенно другое — быть в состоянии дать убедительные доказательства состоятельности. Состоятельность башкира зависит в конечном счете от состоятельности тех его клиентов, (которым он одолжил деньги. В отношении некоторых из них он один знает состоящие их дел. Многие банки кончали дурно и все же платили по 20 шиллингов за фунт при ликвидации, с приличным остатком сверх этого в пользу компаньонов или акционеров. Существует таким образом тенденция, которая может причинить некоторую несправедливость, заключающаяся в том, что банки оказывают предпочтение заемщикам с крупными предприятиями, чей кредит является объектом общего знания, а не мелким заемщикам, которые во всех иных отношениях, быть сможет, больше заслуживают денежной поддержки, даже и в том случае, когда последние могут Предложить безупречные дополнительные обеспечения.

Принятие та себя обязательств до востребования является пассивной функцией башкира; активную роль в торговле он играет лишь при выдаче ссуд. Ссужая деньги, он принимает ответственность за два рода решений; он выбирает заемщиков и он определяет ставку процента. Заемщики нуждаются в кредите для целей производства. Всякое производство является более или менее спекулятивным, так как его успехи

не могут быть измерены до тех пор, пока оно не будет закончено и пока продукт не будет продан потребителю. Ссужая деньги, банкир до некоторой степени принимает участие в этой спекуляции, хотя он может оградить себя против риска потери требованием дополнительного обеспечения от заемщика, на которого падает главное бремя риска. Устанавливая рыночную учетную ставку, банкиры, как класс, держат опрос на серы, а следовательно и предложение кредита, под своим контролем.

Дополнительное обеспечение главным образом имеет в виду дать кредитору преимущественное положение в случае банкротства должника. Но оно выполняет также некоторую функцию в общем; регулировании банковского кредита. Когда торговец занимает деньги, его собственный капитал, т. е. превышение общего итога его средств над его обязательствами, образует некоторый гарантийный фонд против риска потерь. Если его задолженность становится чрезмерной в отношении к его капиталу, гарантийный фонд становится недостаточным и риск потерь для его кредиторов соответственно возрастает. Это есть то, что называется «заторговаться» (overtrading).

Когда банкир одалживает деньги против дополнительного обеспечения, он требует, чтобы была установлена маржа обеспечения. Выдавая ссуду или учитывая или акцептуя векселя, он требует, чтобы товары, купленные на деньги, находились под его контролем, и он ограничивает сумму ссуды или векселя договоренной пропорцией, скажем, в 80% от ценности товаров. Заемщик должен получить остальную сумму из своих собственных источников. Если вся его задолженность обеспечена маржей таким путем, она не может превысить определенной пропорции его собственного капитала. Маржа требуется точно так же, когда ссуды выдаются под обеспечение фондами или акциями.

Банкиры стремятся поддерживать твердое соотношение между их кассовыми резервами и обязательствами до востребования. Природа этих кассовых резервов весьма сильно зависит от действующей кредитной и денежной системы. Кассовые резервы отнюдь не должны состоять целиком или даже главным образом из денег, обладающих законной платежной силой. В Англии практика заключается в том, что банки держат значительные депозиты в Английском банке. Они сводят взаимные расчеты, выдавая чеки на эти депозиты и извлекают законные платежные средства из Английского банка только тогда, когда они требуются им для передачи своим клиентам. Крупные английские акционерные банки имеют множество отделений, и их кассовый резерв, фигурирующий обычно на балансе под наименованием «касса на руках и в Английском банке», состоит частью из текущих остатков наличных денег, требующихся изо дня в день для всех отделений банка, а частью из остатков кредита в Английском банке. Эти резервы подкрепляются другой статьёй в балансе — «наличные деньги до востребования или по кратком предупреждении», — которая представляет собою деньги, одалживаемые главным образом дисконтным домам, практически со дня на

день. Хотя он почти всегда может быть получен по востребованию, но эти деньги до востребования отличаются от депозита в банке в двух отношениях; во-первых, они не могут быть передаваемы посредством чеков и поэтому не могут быть использованы как средство платежа; во-вторых, они приносят проценты, не по той низкой ставке, которая специально установлена для условных вкладов, оплачиваемых по уведомлению, но по ставке только немного ниже полной цены пользования деньгами.

Дисконтный дом, которые занимают эти «дневные» деньги, помещают их в учет векселей. Он похож на банкиров в том отношении, что их обязательства более «ликвидны», чем их средства, и что «практически он больше подвергается внезапным требованиям, чем сами банкиры. Ибо банкиры рассматривают эти «деньги до востребования» как средство пополнения своих резервов, в случае необходимости. Если их резервы становятся недостаточными, он требуют уплаты некоторой части этих денег. Дисконтные дома могут уплатить требуемые суммы только за счет поступлений по векселям истекающих сроков; если же этого недостаточно, то они занимают деньги в Английском банке. Всякий раз, когда кредит начинает обгонять наличные деньги на лондонском рынке, в результате чувствуется тенденция со стороны дисконтных домов занимать деньги в Английском банке», и в самом деле, «банковская ставка» есть минимальная ставка, по которой Английский банк готов одождать деньги, если требуется, при этих обстоятельствах. Когда Банк одождает таким путем деньги, его активы возрастают на одожденную сумму, и обязательства увеличиваются на равную сумму. Обязательства Банка являются его депозиты, и дополнительная сумма депозитов на руках у учетных домов переходит в распоряжение банков, которые требуют деньги от этих учетных домов. Таким образом результатом будет то, что остатки кредита, акционерных банков в Английском банке возрастут и сокращение их резервов будет восстановлено. Когда банковская учетная ставка высока, учетные дома не в состоянии занимать, если они не установят соответственно высоких ставок за учет векселей. Следовательно, учетная ставка так же, как и рыночная ставка за дневные деньги, имеет тенденцию следовать за банковской ставкой. Эта система хранения «денег до востребования» позволяет крупным лондонским банкам вести свои дела в нормальное время без займов.

Банковская система Соединенных Штатов похожа на английскую в том отношении, что «одни банки депонируют часть своих резервов в других банках. До издания закона 1913 г. о Федеральной резервной системе (Federal Reserve Act) множество крупных городов считались городами-резервами, и было три «центральных города-резерва» (Нью-Йорк, Чикаго и Сан-Луи). Национальные банки в городах-резервах принимали депозиты от национальных банков в мелких местечках вокруг них, и эти депозиты считались частью уставных резервов этих последних банков. Национальные банки в центральных городах-резервах подобным

же образом пришия депозиты от банков в шродах-урезервах. Эта система отличалась от английской в том отношении, что здесь отсутствовала централизация депозитов, которые рассматривались как кассовые резервы.

Закон о федеральных резервных банках ввел центральную банковую систему. Там не существует единого центрального банка, но страна разделена на двенадцать округов, и в каждом округе существует один федеральный резервный банк. Требования законов б национальных банках в отношении резервов были отменены. Все национальные банки должны быть членами Федеральной резервной системы. Они и те банки штатов^{1 2} и трест-компании, которые являются членами системы, обязаны держать резервы не в наличных деньгах, а целиком в форме депозитов в Федеральном резервном банке. Резерв должен составлять 13% от суммы бессрочных депозитив в центральных резервных городах, 10% — в горбдах-резервах и 7% в остальных местах и 3% от суммы срочных вкладов повсеместно-

Федеральные резервные банки переучитывают торговые документы (т. е. письменные обязательства, выдаваемые торговцами) для банков, являющихся членами системы. Эти торговые документы должны удовлетворять некоторым, законом предписанным условиям в отношении их происхождения, характера и срока. Банки-члены, которые обладают соответствующими документами, могут поддерживать свои резервы или пополнять свои запасы наличных денег посредством переучетов. Некоторое единство в политику двенадцати федеральных резервных банков, вносится отчасти мастью Федерального резервного комитета, который может регулировать переучетные ставки и может приостанавливать резервные лимиты, а отчасти господствующим положением в стране Нью-Йоркского федерального резервного банка. Нью-Йоркская переучетная ставка является в действительности инструментом, посредством которого регулируется вредит по всем Соединенным штатам \

На континенте Европы употребление чеков значительно менее развито, чем в Англии и Соединенных штатах. А так как чековый расчет является небольшой операцией, то банки меньше нуждаются в хранении значительных остатков депозитов в центральном банке. И переучет производится поэтому главным образом с целью получения запасов бумажных денег.

Действие всех этих систем состоит в том, что, для того чтобы обыкновенные башки могли пополнить в случае необходимости свои резервы, центральный банк должен предоставлять им займы. Таким

¹ Стэт-бенки—банки, уставы которых утверждаются правительством отдельных штатов (прим. переводчик).

² Более полное описание Федеральной резервной системы см. в моей книге «Monetary Reconstruction», с. 91—121.

образом преребования к центральному банку всегда являются индикаторами финансового положения.

В периоды финансового спокойствия, когда нет никакого кризиса или угрозы кризиса, приостановка платежей дискредитирует всякий банк. Это может случиться как вследствие нечаяния с банкиром, так и по его вине, но остается неблагоприятный факт, что он оказался не в состоянии выполнить все свои обязательства, тогда как его соседи выполняют их. Несостоятельность банка, подобно всем явлениям банкротства, является разрушением доверия. Во это несколько более предосудительно, чем банкротство торговой фирмы. Рисковать является частью деятельности купца; обязанность банкира избегать риска. Если все купцы рискуют, тогда некоторые их рискованные операции должны провалиться. Простой факт банкротства еще не является свидетельством, что купец принял крайний риск. Но в отношении банкира простой факт банкротства свидетельствует против него,

С другой стороны, во время кризиса положение несколько иное. Если все банки страдают не от недостаточности средств для покрытия их обязательств, но от недостатка законных платежных средств, ни один из них не будет дискредитирован затруднениями, которые очевидно относятся к неудачной организации денежной системы. Система денежного обращения в конечном итоге регулируется законодательством, и контроль над нею выходит за пределы масти 'каждого отдельного банкира. Если эта система потерпит крах, то ответственность надет на законодательство или на учреждение, уполномоченное законом управлять денежной системой денежного обращения.

Могут однако возразить, что это возможно лишь тогда, когда законом установлена несколько искусственная и нездоровая система, и что если приняты и поддерживаются простые и ясные принципы свободной чеканки золота, то ответственность может быть возложена на банкиров, которые так должны вести свои дела, чтобы всегда быть в состоянии покрыть свои обязательства. С этой точки зрения операции банкира могут быть рассматриваемы как состоящие главным образом из торговли срочным и будущим золотом. Банковский кредит есть обязательство купить золото во всякое время; заем или вексель есть принятие на себя обязательства доставить золото в определенный будущий срок. Если следовательно банкиру дано право платить бумажными деньгами вместо золота, то ему предоставляется возможность избегнуть выполнения его обязательств, если бумажные деньги сами не разменины на золото. Во если эта теория правильна, то банкир подвержен той же самой опасности, как и всякий другой торговец на срок я до 'востребования. Если состояние золотого рынка делает выгодным для клиентов требовать выполнения их «оптшгов», другими словами—если рыночная ценность золота стремится превысить его чеканную цену,¹ то от банкира могут потребовать больше золота, чем он имеет или может захватить в свои руки. В подобное время он не сможет получить золота от своих

собратьев—спекулянтов, так как они находятся в тех же самых затруднительных обстоятельствах, что и он. Ни он и ни они не заслуживают обязательно порицания; золотой рынок мог подвергнуться влиянию заграничных условий, которые они не имеют возможности контролировать и о которых они не имеют непосредственных сведений. Оказывается таким образом, что по этой теории риск спекулянта неотделим от банковского дела, если не будет принята практика старых банков Гамбурга и Амстердама, в которых вся сумма депозитов была покрыта слитками или монетами.

В действительности однако это вовсе не является общепринятой теорией банковского дела. Если обязательства банкиров подлежат оплате золотом, то это только потому, что все долги подлежат оплате золотом. Если закон сделал их оплачиваемыми в золоте, то закон может в любое время сделать их оплачиваемыми и иным путем. Бесплезно говорить, что он не должен делать этого; на практике он часто делает это. Многое можно сказать в пользу мнения, что все денежные системы должны быть основаны на металлическом стандарде и что раз стандарт выбран, то необходимо поддерживать его ценою любых усилий. Но как бы твердо ни был закреплен стандарт в законе, закон всегда может быть изменен или даже нарушен. Возможность эмиссии бумажных денег всегда существует, даже если это ясно запрещено законом. Государство не может лишиться этой возможности или сложить с себя ответственность, связанную с ней.

Когда в муках кризиса все банки стоят лицом к лицу с отчаянным сокращением денежного обращения, ответственность за принятие мер к спасению неизбежно возлагается на государство. Даже если вина ложится на отдельные банки, средство помощи выходит за пределы их возможности. Настойчивой необходимостью является доставление средств платежа, и только государство может сделать это. Государство не может быть освобождено от этой ответственности, за исключением того случая, когда, как в Китае, средства платежа устанавливаются обычаем и суверенная власть действительно недостаточна, чтобы изменить этот обычай *.

До тех пор, нова власть определения того, что именно должно быть вполне законным средством платежа, остается за государством, государство несет ответственность за пользование этой властью. Если оно решает, в силу хороших или плохих причин, не поддерживать банки, то произойдет по всей вероятности всеобщая приостановка платежей, какая неоднократно случалась в Соединенных штатах. Когда все банки приостанавливают платежи, то ни один отдельный банкир не должен чувство -

¹ Опцион дает право клиенту получить золото от банкира по чеканной цене, уплачивая за него зачетом долга банкира ему, каковой долг, подобно всем долгам, исчислен в счетных деньгах.

² Или, теоретиче ки по крайней мере, власть государства в области денежного обращения могла бы быть ограничена писанной конституцией.

вать стыда. Приостановка платежа становится временной мѳдой, точно так же, как, когда Георг III сошел с ума, то у каждого придворного установился обычай доказывать, что в прошлом у него также был период помешательства.

В саагом деле, те существует действительно причины, почему банкир, который веле свои операции с обычной осторожностью, должен бодрствовать по ночам, угнетаемый бездной обязательств до востребования, на уровне которой он поддерживает свои операции. Спрос на наличные деньги не является капризом. Пока не возникает кризисных условий, циркуляция денег, будучи определяема- удобствами населения, будет приблизительно постоянной. Банкир, кассовые резервы которого упали, может легко пополнить их через своих соседей, так как совокупность кассовых резервов не будет уменьшаться внезапно. С другой стороны, когда наступает общий недостаток денег, то это является знаком, что имела место чрезмерная экспансия кредита, и это является основанием, в силу которого ответственность не падает на отдельных банкиров, но перелagается на центральный банк как на представителя государства. До тех пор, пока, банкиры заботятся о том, чтобы их активы были хорошими и не раздувают своих займов и учетов за пределы должной пропорции к своим депозитам, они выполняют свою службу обществу.

Если ответственность неизбежно возлагается на государство, то не должно ли оно всегда осуществлять некоторый контроль над деятельностью банкиров? Можно утверждать с некоторой настойчивостью, что откладывать настоящее начало контроля до момента кризиса — значит оставлять приготовления в защите до объявления войны. Это очень спорный вопрос. Вообще не оспаривается положение, что желателен жесткое регулирование банкнотной эмиссии. Является, правда, обычным, ограничивать право центрального банка и делать его банкноты бумажными деньгами страны, давая им привилегию служить законным платежным средством. Даже там, где разрешаются частные эмиссионные банки, является обычным, как в Соединенных штатах и Канаде, устанавливать тщательно проработанную систему обеспечения разменное™ этих банкнот при всех возможных обстоятельствах. Основанием этого является то, что здесь не существует таких же личных отношений между банками и держателями его банкнот, как между банком и его вкладчиками. Существует большая опасность, что обязательства банка будут вызывать или слишком много, или слишком мало деверия, когда они представлены банкнотами, чем когда они принимают форму депозита. Более того, банкноты могут, при критических обстоятельствах, быть сделаны законным платежным средством, даже если они при нормальных условиях не являются таковым; или, даже не делаясь законным платежным средством, они могут стать, в силу обстоятельств, единственным орудием платежа, пригодным для различных сделок и платежа заработной платы. Когда критические обстоятельства проходят, трудно-

сти 'положения могут значительно возрасти, если бы эмиссионные банки позволили вовлечь себя в нездоровые условия.

Жесткое государственное регулирование депозитных банков является более томительной политикой. В принципе это легко оправдать. Башки создают, как это существует на практике, главные 'средства платежа в торговых сделках. Обеспечение хорошего и честного выполнения такой жизненной услуги, является делом первостепенной общественной важности. Однако спорно, что это будет лучше выполнено при свободной системе, чем при системе, подверженной искусственным ограничениям.

Этот вопрос не таков, который может быть решен целиком на основании общих принципов. Цель контроля является обеспечение того, чтобы банки и имели и заслуживали доверие публики. Они должны иметь достаточные кассовые резервы для оплаты своих бессрочных обязательств, и они должны иметь хорошие общие активы. Один банк не может быть более либеральным в предоставлении займов и учете векселей без того, чтобы он не столкнулся с пассивным балансом в расчетной палате. Это действует как автоматическое препятствие чрезмерного предоставления ссуд. Один банк может держать, правда, более низкий уровень кассовых резервов, чем другой, и может увеличивать свои прибыли за счет 'возможности поддерживать наличные платежи. Но чем уже размеры его кассовой наличности, тем меньше простора он имеет для расширения своих займов. Если его резервы уже перешагнули минимум, необходимый для его ежедневных потребностей, то малейшая неточность в погашении займов поставит его в затруднительное положение и принудит к займу. Следовательно, хотя приостановка платежей, когда она наступает, вызывается истощением кассовых резервов, в действительности это происходит не от постоянной политики ограничения резервов слишком низкой пропорцией, а от вспышки предоставления займов, благодаря которой расточаются резервы, первоначально вполне достаточные.

Уставное регулирование резервов, подобное тому, которое установлено в Соединенных штатах, очень мало содействует улучшению состояния банкового дела. Помимо очевидного факта, что как раз в то время, когда банки должны использовать свои резервы, они не могут расплачиваться ими без снижения их ниже 'законного уровня, серьезная слабость системы заключается в том, что она не дает никакого предохранения от инфляции кредита, которая приводит к опустошению резервов. Отдельный ли банк или все банки в целом (будут свободно подвергаться действию сил, которые должны со временем опустошить резервы ниже установленной пропорции, но когда этот неизбежный результат наступит, то действие законного ограничения только усилит затруднения приостановкой дальнейших сделок. Трижды, в 1873, 1893 и 1907 гг. имела место почти всеобщая приостановка платежей американскими банками. Закон о федеральной резервной системе дал очень много в отношении предохранения от опасностей, которым была подвержена система, установленная в 1863 г. законом о национальных банках. Если

резервы какого-нибудь банка начинают сокращаться, они могут быть пополнены путем переучета бумаг в Федеральном резервном* банке, между тем как сами по себе постановления, касающиеся резервов, являются предметом разрешающей власти Федерального резервного комитета. Если требуется больше бумажных денег, чем банковских кредитов, Федеральный резервный банк имеет возможность эмиссии, которая хотя и одерживается скользящей скалой обложения, но не подвержена какому-либо железному ограничению. Таким образом, не существует больше законных пропорций резервов, но лишь контроль резервов со стороны Федерального резервного комитета, которому доверено предупреждение инфляции. И поскольку это так, постольку ясно, что уставные пропорции резервов (которые фактически были существенно понижены против отношений, принятых в законе 1863 года) не служат больше никакой полезной цели.

Резервы по американскому образцу иногда защищаются как способ обеспечения за центральным банком контроля над другими банками. Они могут быть принуждены переучитывать векселя в целях поддержания своих резервов. Но поскольку существуют бумажные деньги, непокрытые золотом, должны быть некоторые обеспечения, покрывающие бумажные деньги, и, уменьшая другие обеспечения, центральный банк может заставить другие банки переучитывать у него свой портфель векселей. Если в силу каких-либо причин будет признано желательным держать больше золота, чем может быть необходимо для обеспечения банкнотной эмиссии, то действительным эффектом законных пропорций резерва будет переложение издержек по хранению части золота на банки. Это будет, в самом деле, налог на банки. Наиболее замечательной чертой американской системы широкого законного регулирования банковского дела является запрещение (с немногими исключениями) отделений банков. В результате в Соединенных штатах существует от 25 до 30 тысяч отдельных банков. Многие являются мелкими и обладающими слабой силой сопротивления. Сотни мелких банков ежегодно приостанавливают платежи.

С другой стороны, если нет такого запрещения, то имеет место тенденция банков идти на соединение до тех пор, пока почти вся банковская деятельность крупной страны не будет сосредоточена в руках очень небольшого числа банков, подобных так называемым «Big Five» в Англии. Если амальгамация банков будет продолжать свое движение, она может достичь высшей точки в создании единого монополистического банка. Подобная возможность выдвигает вопрос о национализации банковского дела, но это — вопрос, который нет необходимости обсуждать в настоящей книге¹.

¹ Краткое рассмотрение вопроса о национализации банковского дела может быть найдено в моей книге «Economic Problem», с. 363—366.

ГЛАВА XIV

ВОЕННЫЕ ФИНАНСЫ И ИНФЛЯЦИЯ

Когда мы критикуем человеческие установления, каковы они суть и пытаемся измерить их пригодность в моменты напряжения, исходя из того, что каково бы ни было напряжение, установления останутся неизменными, мы безотчетно предполагаем, что эти напряжения подвержены некоторым ограничениям. Мы не предполагали, что рассмотренные нами системы денежного обращения должны при всяких обстоятельствах оставаться неизменными. Мы установили, что во все время кризисов закон может быть нарушен или даже изменен. Мы видели, что законные ограничения эмиссионного права Английского банка отменяются актом исполнительной власти, или что эмиссионные банки устанавливают премию на золото, когда угрожает чрезмерный экспорт золота. Мы показали, что величайшим нормальным напряжением, которому может подвергнуться денежная система любой страны, является напряжение, обусловленное наступлением кризиса в соседней стране с той же самой металлической валютой. То напряжение может быть названо «нормальным» потому, что финансовые кризисы являются настолько же неизбежными при кредитной системе, как кораблекрушения при навигации. Управление кредитом, подобно управлению вараблем, рискованно, и финансовые кризисы, подобно вараблекрушениям, являются наказанием за ошибки в расчете, освобождение от которых почти невозможно. Но поскольку речь идет о кризисах этого типа, вытекающих из органических трудностей регулирования кредита, отступления от закона, подобно самому закону, могут быть направлены исключительно к поддержанию или восстановлению здоровых условий. Этой целью определяется ограничение.

Обстоятельства, которые мы теперь должны исследовать, иные. Мы будем иметь дело с настоятельной национальной потребностью, приводящей к расстройству кредитной системы. Едва ли какая-либо другая случайность, кроме войны \ может быть достаточно тяжелой, а потому предмет нашего исследования может быть практически ограничен отношениями денежного обращения и кредита к военным финансам.

Военные финансы есть отрасль правительственных финансов. Под финансам мы подразумеваем искусство получения средств платежа. В теории суверенное государство может требовать услуг от своих подданных бесплатно, как например оно может заставить их исполнять обязанности присяжных в суде или служить в армии. Но на практике этот метод принуждения ограничен в своем просторе, и государство платит за те услуги, которые оно не может без хлопот требовать, и покупает ^{1 11}

¹ Революция правда, имеет такое же злополучное влияние, как и война, на крушение денежной системы. Но обычно бывает, что наступление революции соединяется или с внешней или с внутренней войной.

те товары, которые оно не может без затруднений 'реквизировать. В *самой* деле, огромнейшая часть государственной деятельности осуществляется услугами платных чиновников и при помощи товаров купленных на рынке. Функцией правительственных финансов и является добывание платежных средств, требуемых для этих целей. Это осуществляется преимущественно посредством обложения. Отдельные граждане принуждены уплачивать деньги государству. Уплачиваемый налог образует часть того, что мы называли «потребительским расходом» налогоплательщика. Деньги получаются правительством и расходуются на покупку товаров и услуг, необходимых для отправления государственной деятельности; в этом случае следовательно эти деньги включаются в «потребительский доход» правительственных чиновников и людей, производящих товары, которые продаются государству. Если доходы и расходы правительства равны между собою, то соответствующие статьи в потребительских расходах и потребительских доходах, взятых по всему обществу в целом, балансируются.

Но без сомнения, даже если доходы и затраты в конечном итоге будут равны, все же нельзя ожидать, что поступления налогов будут иметь место в точности в тех суммах и в те сроки, когда и в каких суммах они должны быть истрачены. В одно время доходы будут превышать расходы, в другое — они будут падать ниже их, и временные займы требуются для уравнивания правительственных балансов так же, как и для балансов частных торговцев. Более того, правительства, подобно частным торговцам, время от времени должны принимать на себя крупные статьи капитальных расходов. Как они отделяют расходы, покрываемые из доходов, и расходы, покрываемые из капитала, и какие меры они должны принимать для погашения займов,—эти вопросы здесь не поднимаются. Достаточно оказать, что, кроме собирания доходов посредством налогов, правительства находят уместным собирать их 'путем займов, как срочных так и бессрочных. Когда они делают это, они занимают деньги из тех же источников и через те же каналы, как и частные торговцы. Их временные возимствования будут черпаться главным образом в банках и учетных компаниях. Их 'Постоянные займы будут покрываться из сбережений общества.

Каким образом правительственные финансы вносят нарушения в денежное обращение и кредит? До тех пор, пока правительство собирает деньги путем налогов, путем займов, которые покрываются исключительно за счет подлинных сбережений, и путем временных позаимствований в порядке антиципации этих налогов и этих займов, причем эти позаимствования полностью погашаются из выручки от налогов и займов, когда последние поступают,—правительство делает то же самое, что и частный торговец, только в более широких размерах. Суммы, которые правительство взимает путем налогов или займов с населения, вычитаются из того что в составе потребительских расходов образует спрос на другие товары и услуги, точно так же, как если бы услуж правительства были

как раз одним из различных объектов, на которые потребитель мог бы направить затрат своих денег. Путем применения собранных сумм правительство направляет часть продуктивных ресурсов общества на публичные цели. Приобретая товары и услуги, правительство должно точно так же конкурировать на рынке, как если бы оно было крупной частной фирмой. Правительство является торговцем, продающим закон, порядок и организацию общества своим клиентам-налогоплательщикам.

Предположим, например, что, благодаря объявлению войны, расходы правительства ненормально возрастают. Оно должно собрать увеличенные суммы путем налогов и займов и должно обратить па свои собственные нужды соответственно возросшую долю продуктивных ресурсов страны. Собирая больше денег, оно уменьшает суммы, остающиеся на руках у населения для других расходов. Если бы оно могло собрать все потребные суммы путем обложения и займов на внутреннем рынке, то это уменьшение в расходах населения должно было бы так уменьшить спрос на товары, что освободило бы совсем потребный труд и капитал.

Вероятно в начале были бы крупные расходы по мобилизации и другим приготовлениям, и было бы невозможно (немедленно собрать путем займов и налогов крупные суммы. *Требуется* время для подготовки к тому и другому, а между тем поступление обыкновенных доходов затрудняется вследствие расстройств хозяйственной деятельности и перерыва внешней торговли. Результатом является то, что военные финансы почти неизменно начинаются с крупных сумм временных позаймствований.

В этом и заключается опасность инфляции. Но, с /другой стороны, население, которое ожидает тяжелых налогов и которое' уверено, что патриотическим долгом каждого является сохранение всех денег, которые *от тосте* *сберечь* для вложения в подготавливаемые к выпуску военные займы, будет по всей вероятности сокращать расходы не только на личное потребление, но также и на инвестирование. Произойдет немедленное снижение потребительских расходов, противопоставляемое- немедленному росту правительственных расходов для военных целей. Но степень и продолжительность этого снижения зависят от политики правительства в отношении налогов и займов. Ожидания населения скоро рассеются, если ие будет предпринято чего-нибудь к их выполнению. Медлительность с введением новых налогов и выпуском займов немедленно приведет к ослаблению сокращения в расходах, и потребительский расход в целом начнет быстро разбухать за счет военных затрат.

Военные расходы частью примут форму прямых расходов правительства из выручки от временных позаймствований, частью — форму расходов подрядчиков и других за счет банковских ссуд, получаемых ими самими в качестве антиципации платежей правительства.

Если война ведется в больших размерах, то опасность инфляции увеличивается благодаря глубокому нарушению, причиняемому всем видам хозяйственной деятельности. Будут до некоторой степени затро-

нуты рынки всех товаров. Спекулятивные повышения и падения цен будут стимулировать активность в одном направлении и причинять замешательство или даже панику в другом.

В частности будет потрясен и рынок инвестиций. Перспективы усиленных займов правительства в широких (размерах будут сдерживать спрос на существующие биржевые ценности, и рынок окажется обремененным цепными бумагами, которые если и будут вообще реализуемы, то только с большими жертвами.

Все экономическое положение будет жизненно затронуто экономическими взаимоотношениями воюющей страны с другими странами: степенью развития нормальной торговли с другими странами, степенью нарушения сношений с ними и степенью возможности использования их ресурсов путем займов, продажи ценных бумаг и другими подобными мероприятиями.

Если мы предположим наличие золотой валюты, то уровень ценности денежной единицы будет измеряться ее золотой ценностью, а практически значит вексельными курсами. Мировой золотой рынок и рынок полотых валютных денег неразличимы. Ценность золота в одной стране может быть оторвана от ценности на мировом рынке путем ограничения экспорта или импорта золота, и ценность золотой монеты путем ограничения расплавки может быть оторвана от ценности золотого слитка. Но это есть отклонение от золотой валюты; золотая валюта означает тесное приближение ценности денежной единицы к ценности предписанного количества золота на мировом рынке.

Серьезное нарушение сношений с заграничными странами будет влиять на валютный рынок. Оно может зайти так далеко, что лишит курсовые ставки всякого значения. Для наших целей важным случаем является тот, в котором сношения с другими странами — даже если они частично нарушены — все же остаются в значительных размерах открытыми, и проблема, как лучше использовать их для помощи в ведении войны, ставится практически. Так как паритет денежной единицы измеряется вексельными курсами, а отклонение от паритета представляется в форме непокрытого излишка импорта, то использование воюющей страной заграничных ресурсов является существенным фактором в проблеме денежного обращения и кредита в военное время.

Первоначально хозяйственные затруднения могут быть весьма существенно облегчены за счет нейтральных источников. Нейтральные инвесторы будут весьма рады купить дешево ценные бумаги. Нейтральные торговцы примут участие и в товарных рынках и проявят даже спекулятивный интерес к отраслям экспортной и импортной торговли, которая была совершенно приостановлена, в надежде получить прибыль, когда она восстановится или когда будут открыты заменяющие каналы. Нейтральные банкиры будут этому содействовать.

Посредством таких мероприятий застой в торговле будет смягчен и переход к военным условиям облегчен. При недостатке этой помощи,

особен» в том случае, когда 'вовлеченные в войну страны обнимают значительную часть мирового хозяйства, падение торговли может быть таким отчаянным, что почти всеобщее банкротство может быть предотвращено только специальными мероприятиями, подобными тому обилию законов о мораториях, которым расцвела Европа в 1914 году.

После преодоления первоначальных затруднений становится неизбежным добывать капиталы путем налогов и займов *pari passu* с издержками войны. Подобные налоги устанавливаются, насколько может выдержать страна, а остаток военных расходов должен быть покрыт займами. Выпуск первого военного займа используется для покрытия расходов, накопившихся с начала войны.

Каковы источники, из которых могут быть получены деньги? На первом месте здесь будут сбережения населения. Население может воздержаться от траты денег, которые оно при других обстоятельствах израсходовало бы на свои собственные удовольствия или на инвестирование в другом направлении, и может удержанную таким образом неиспользованную покупательную силу передать правительству.

Во-вторых, могут быть проданы существующие процентные бумаги. Продажа населением ценных бумаг друг другу не приносит пользы этой стране. Это не 'будет увеличивать действительной суммы накоплений. Продажа ценных бумаг только тогда будет полезна, когда эти ценности продаются за границу.

В-третьих, может быть прямая заграничная подписка на военные займы. Эта подписка может принимать различные формы. Заграничные инвесторы могут предложить подписку на обычные военные займы на том же самом основании, как и население данной страны. Условия военных займов могут быть построены, чтобы облегчить такую подписку (например, путем освобождения заграничных держателей от налогов, которые обычно должны были бы уплачиваться); заграничная подписка может быть непосредственно привлечена к займу путем выпуска его на заграничных рынках инвестиций, или эмиссия может быть произведена на внешних рынках совершенно отдельно от внутренних эмиссий и обозначена в иностранных валютах. Заграничные подписчики могут быть просто нейтральными, побуждаемые только выгодным вложением капитала; или они могут быть дружественно нейтральными, с сентиментальным желанием помочь воюющей стране, или они могут быть гражданами союзных стран, чьи патриотические интересы родственны интересам занимающей страны. Союзные правительства могут предоставлять прямые займы друг другу или гарантировать займы, выпускаемые на рынках капитальных вложений одной из союзных стран.

По всей вероятности, деятельность правительства по собиранию и расходованию денег будет существенно изменять платежный баланс. Собирая деньги внутри страны, правительство понижает потребительский расход и на продукты внутренней торговли и на продукты торговли внешней. Оно будет расходовать деньги частью на приобретение товаров

обеих труни на рынке, а частью обращая к новому использованию на военные цеди труд и продуктивные ресурсы, которые прежде снабжали рынок продуктами обеих групп. На рынке продуктов внешней торговли я спрос и предложение уменьшатся. Вероятно, они уменьшатся не в равной степени. Поскольку, однако речь ндет о продуктах потребления, нет оснований для презумпции, что баланс в ту или иную сторону будет очень значительным.

С другой стороны, останавливаясь на частном случае, когда страна обычно является значительным экспортером капитала, можно предположить, что очень крупная часть сокращения потребительских расходов примет форму сокращения заграничных инвестиций. Всякое снижение ресурсов населения в первую очередь падет по всей вероятности на ее сбережения, и, поскольку капитальные потребности внутри страны остаются неизменными, пострадает излишек сбережений направляемый в заграничные ивестиции. Это будет еще более справедливыми в-отношении выпускающего заем правительства, которое прямо конкурирует за сбережения населения с другими формами инвестиций. Страна, которая инвестирует свои капиталы за границей, может таким образом обеспечить благоприятный торговый баланс, даже будучи втянутой в войну, простым направлением излишка сбережений, прежде инвестируемого за границу, в руки правительства. Правительство, которое уже владеет крупными заграничными инвестициями и извлекает доход из них, также по всей вероятности получит за счет этого дохода благоприятный баланс. Оно получает доход по заграничным инвестициям в форме импорта, непокрываемого каким-либо экспортом; его потребление продуктов внешней торговли будет превышать производство их, и когда и производство и потребление снижаются, вследствие военных затруднений, потребление будет представлять более широкое поле для снижения, чем производство. Вероятно, но не достоверно, что снижение потребления будет более значительным.

Воюющая страна, которая не имеет этих преимуществ, может встретиться с неблагоприятным платежным балансом. Если должна быть сохранена золотая валюта, то это усилит сокращение кредита. Сокращение кредита не является непременно шагом, который должен быть избегнут во время войны. Это сокращение имеет тенденцию уменьшать производство, потому что оно имеет тенденцию уменьшать спрос. Но это не является ущербом для правительства. Если прекращаются конкурирующие требования, то правительство получит необходимые ему товары п услуги и дешевле и скорее. Доход от обложения уменьшается, ш да торговля испытывает депрессию, но с другой стороны правительственные займы облегчаются вследствие ослабления торгового спроса на капитал.

Но тем не менее, правительство во время войны воздерживается от сокращения кредита. Оно предпочитает, если можно, занимать за границей. И если оно сможет 'занять за границей, то оно вероятно найдет

уместным сделать это не только для того, чтобы выправить возможные неблагоприятные тенденции в вексельных курсах, но и чтобы увеличить свою общую власть над ресурсами.

Реальные проблемы военных финансов возникают тогда, когда уже почти все сделано как в отношении обложения, так и в отношении займов, внутренних и внешних, а собранные суммы все еще недостаточны. Деловой человек, который не может собрать весь потребный ему капитал, или совершенно отказываются, или сокращает проекты, которых он не может осуществить. Может ли нация оставить свои войска недостаточно снаряженными потому, что она не могла собрать денег? Если это происходит как-раз во время войны, успех является вопросом жизни и смерти, здесь нет остановки на полпути между решительным продолжением войны и немедленным миром.

Как мы уже видели, можно избежать нужды в деньгах путем временных позаимствований при объявлении войны, опасность возникает, щество, или ту опасность, что деньги, которые должны быть одолжены, не должны обязательно существовать. Прямо или косвенно заимодавец является банкиром; ТQ, что он одалживает, есть кредит, его собственные обязательства, которые он сам творит.

Временные позаимствования, которые (в действительности есть ие больше, чем антиципация более постоянных ресурсов, и предназначены быть оплаченными, когда эти последние будут реализованы, сами по себе не являются нездоровыми. Но как было отмечено в отношении временных позаимствований при объявлении войны, опасность возникает как только поступление постоянных ресурсов начинает запаздывать. Находящееся в затруднении правительство надеется собрать достаточно денег путем займа, чтобы погасить временную задолженность, но оказывается не в состоянии сделать это, и остаток текущего долга продолжает существовать.

Этот остаток текущего долга до некоторого предела может быть поглощен учетным рынком. Правительство может занимать деньги для уплаты подрядчикам, которые, если бы они работали на рынок, должны были бы сами занимать; в данном случае одна форма позаимствования будет замещена другой. Когда временные займы правительства выходят за эти пределы, помещение для них может быть найдено путем сокращения кредита. Торговцы воздерживаются от займов благодаря высоким учетным ставкам и другим причинам и склонны уменьшать свои товарные запасы. Таким путем война будет финансироваться за счет изъятия средств из существующих торговых запасов общества. Когда в мирное время происходит сокращение кредита, то потребительские расходы уменьшаются. Но сейчас мы предполагаем, что ссуды торговцам сокращены только для того, чтобы дать размещение на'равную сумму для ссуд правительству. Потребительские доходы поддерживаются правительственными расходами, не получается никакого порочного круга дефляции, и товары легко сбываются.

Воюющая страна, которая является крупный финансовым центром и владеет крупными банковскими активами, основанными на торговле во всех частях мира, может получить очень крупные ресурсы путем сокращения кредита и тем самым обеспечить благоприятный платежный баланс. Опыт Англии (в 1914 г- (см. ниже гл. XXI) иллюстрирует это положение, хотя в этом случае действующей причиной было не сокращение кредита, а бедственный распад рынков.

Но ни в этом и (ни во всяком другом случае этот источник средств не является неограниченным. Если товарные запасы опустятся ниже точки, до которой возможно держать их, они должны опять возрасти. Временные займы за границей могут быть направлены па фипапсйрлванпе торговли, но они также являются ограниченными (см. выше гл. IX).

Торговцы могут быть склонны направлять свои прибыли на снижение задолженности. Когда их запасы уже низки и когда, быть может, трудно получить исполненными новые заказы, вследствие обращения продуктивных ресурсов страны на военную работу и перерыва в иностранных предложениях, торговцы начнут повышать пены, взимаемые с потребителей. Этот рост цен, являющийся результатом недостатка товаров, не будет инфляционным; тем не менее, он раздувает торговые прибыли и вследствие этого обращает часть работающего капитала торговца в наличные деньги. Тот, кто обычно держал две трети своих торговых запасов на занятые деньги, быть может, сумеет продать одну треть товаров по ценам на 50% выше, чем он ожидал. Тогда он выручит сумму, равную половине стоимости всего его запаса, и с помощью этой суммы он сможет понизить задолженность до одной четверти ее прежней величины.

Соединение напряженности денежного рынка, высоких цен и крайней осторожности со стороны и заимодавцев и заемщиков приведет следовательно к снижению запасов и к еще большему снижению банковских займов. Более того, одним из результатов трудности заключения займов будет то, что торговцы используют преимущества своей финансовой крепости для освобождения себя от зависимости со стороны своих банкиров. Обычный процесс, которым они уравнивают свои балансы, занимая деньги, когда они покупают, и погашая ссуды, когда они продают товары, подвергает их необычайному риску, и они могут скорее предпочесть держать крупные суммы случайно свободными, чем надеяться на заем у кого-нибудь, когда им предстоят крупные платежи. Эти свободные остатки не должны быть обязательно деньгами; это может быть точно так же и кредит, если только не имеется недостатка доверия к ^состоятельности банков. Следовательно, в то же самое щема когда ссуды банкиров торговцам падают, может иметь место значительный прирост кредитовых остатков в банке у тех же самых торговцев, а вытекающий из этого разрыв между активами и пассивами банков будет восполнен ссудами правительству. Результатом будет то, что банки смогут увеличить свои займы правительству па много 'больше, чем они снизят займы торговцам, без нарушения равновесия денежного рынка. Таким

образом, деньги для правительства будут получаться из суш, передаваемых торговцами и могущих быть использованными для покупки товаров, не только в порядке погашения задолженности этих торговцев, но и в порядке накопления ликвидных остатков. Разительный пример этой тенденции можно видеть в громадном количестве бумажных денег, которые Франция была способна переварить во время войны при сравнительно небольшом нарушении курсов и цен. Подобное же объяснение может быть дано замечательному спросу на обязательства казначейства в Англии, ибо для торговцев было даже удобнее держать свои остатки наличных денег в форме краткосрочных обязательств, чем в форме свободных банковских кредитов. Если торговец держит кредитов остаток в банке, он не получает никаких процентов, или в лучшем случае только низкую ставку процента по срочным (вкладам). Если же он держит казначейские обязательства, он получает ставку процента на свои деньги, и он может переучесть эти обязательства в любое время без всяких потерь, если ему потребуются наличные деньги.

Направляя свои получки или на погашение задолженности, или на накопление остатков, купцы воздерживаются не только от употребления капитала на покупки для торговых целей, но также и от затраты прибылей, которые они могли бы использовать на свои личные расходы. Это есть форма сбережения. Когда купцы воздерживаются от затрат, то они тем самым дают возможность тратить деньги правительству.

По сумме, которые могут быть получены всеми этими путями, подобно действительному предложению сбережений, все же ограничены. Положим, что правительство полностью использовало все эти ресурсы и все же не имеет достаточно средств. Потребности военных расходов не в большей степени рассчитывают на ресурсы денежного рынка, чем на предложение сбережений. Правительство день за днем и неделя за неделей принимает на себя обязательства, которые диктуются национальными нуждами. Военный заем имеет в виду покрыть излишек этих обязательств пад сбором налогов за прошлое время и на известный период в будущем. Если он не достигает этой цели, то правительство должно впасть в несостоятельность. Если временные позаймствования внутри разумных пределов будут все же недостаточны, то единственным источником средств для правительства останется занимать деньги в банках сверх этих пределов. Это и есть пужт, при достижении которого несчастна войны начинают принуждать правительство переступать границы здорового управления денежным обращением и кредитом. Правительство непосредственно нуждается в средствах платежа. Эта нужда может быть удовлетворена созданием банковских обязательств. Банкир примет на себя это обязательство в обмен на соответствующее активное имущество. Это не обязательно должно быть сделано путем временного займа; банкир может принять облигации долгосрочного военного займа, так как он держит сред своих активов некоторую сумму инвестиций и в случае нужды он может увеличить свой портфель долгосрочных вложений. •

Обычный метод временных позаймствований состоит в. продаже правительственных обязательств в таком виде, который может быть включен в общую массу краткосрочных активов (байка *). Они могут быть сроком три или шесть месяцев или на другой сходный период (иногда на год или даже на два года). Они могут быть выпускаемы на условии дохода по фиксированной ставке процента или учета, или они могут быть предложены на учетном рынке, подобно обычным векселям.

До известного предела продаваемое количество, если оно будет недостаточным, может быть увеличиваемо путем предложения обязательств по все повышающейся ставке процента или учета. Но все же продажа может оказаться меньше потребностей, и тогда правительству останется только один источник — занимать в центральном банке. Центральный банк может создавать кредиты в пользу правительства. Эти кредиты могут быть немедленно использованы и или перечислены как кредиты в другие банки или уплачены дальше в форме банкнот. Центральный банк должен быть всегда готов выплачивать своим собственным вкладчикам законными платежными средствами и должен увеличивать эмиссию своих банкнот до любого предела, необходимого для этой цели. Следовательно, с точки зрения банковской системы, сумма в законных платежных средствах и депозит в центральном банке вполне эквивалентны друг другу. Позаймствование правительства в центральном банке увеличивает таким образом кассовые резервы других банков и ставит их в положение, при котором они оказываются в состоянии одалживать еще больше. При условии, что торговые займы сдерживаются, эта дополнительная ссудная сила может быть направлена к удовлетворению нужд правительства, и сумма ссуд от центрального банка будет тогда ограничена настолько, сколько требуется, чтобы держать предложение наличных денег в соответствии с возросшим предложением кредита. Инфляционный результат будет тогда в минимуме.

Действительный процесс, посредством которого вызывается инфляционный эффект, есть в точности тот же, как и в том случае, когда он вызывается чрезмерными торговыми позаймствованиями. Сумма, позаймствованная правительством, как можно ожидать, будет весьма быстро израсходована, и в процессе расходования она будет раздувать потребительский доход и в надлежащее время потребительский расход.

Таким образом результатом инфляции является стимулирование потребления, когда потребности войны должны были бы скорее диктовать воздержание. Инфляция расхищает запасы товаров в то время, когда настоятельно необходимо беречь ресурсы страны. Она стимулирует производство только потому, что стимулирует потребление. Торговцы стараются пополнить свои запасы, и в результате получается нажим на продуктивные ресурсы страны, приводящий к бедственному соперничеству

¹ Например, казначейские обязательства в Англии, долговые сертификаты Америке и бонны национальной защиты во Франции.

с потребностями войны. Ничтожные заграничные активы, полученные от займов и от продажи ценных бумаг или золота за границу, затрачиваются на уплату за импорт излишних товаров для потребления.

В первый момент инфляция будет изгонять золото за границу. Скоро возникает вопрос, следует ли предоставить золоту свободно уходить или этот уход должен быть предотвращен либо путем приостановки золотых платежей, либо путем запрещения экспорта. Если инфляция является серьезной, то принятие этих мер не может откладываться надолго; приостановка золотых платежей будет предписана полным истощением золотых резервов. Паритет таким образом будет потерян, и золотая валюта фактически прекратит существование.

Раз инфляция оказала (влияние на возрастание потребительских расходов, поддержание паритета посредством золотых платежей становится источником потерь. Оно искусственно реличивает власть потребителей над продуктами внешней торговли. Золото могло бы быть использовано с большей выгодой, прежде чем наступила инфляция. Когда потребительский доход и потребительский расход еще находились в соответствии с объемом производства, то золотые резервы могли бы доставить дополнительные ресурсы правительству и отсрочить обращение к инфляции. На золото можно было бы тогда купить добавочное снабжение для правительства, а не излишки для населения.

В равной мере справедливо — и справедливо не тем же самым сообщением, — что поступления по займам, собранные за границей, или продажа ценных бумаг за границу должны быть использованы для удержания от инфляции, но не для поддержания паритета после того, как инфляция уже началась.

Когда инфляция началась, то видимое обесценение денег в действительности служит полезной цели тем, что оно повышает цены продуктов внешней торговли в пропорции, соответствующей потребительскому расходу и препятствует искусственному стимулированию опроса на них.

Обесценения денег можно опасаться, как причины лишения доверия, потеря которого могла бы воспрепятствовать заграничным займам. Но не следует предполагать, что обесценение может быть избегнуто на более продолжительное время, благодаря запасам золота или заграничным активам, если это может быть достигнуто только за счет более раннего начала инфляции. Ибо политика укрепив курсы, когда инфляция уже приближается, подобна попытке наполнить водою решето. Ресурсы, употребляемые для этой цели, легко могут быть израсходованы скорее, чем если бы они были употреблены прямо на правительственные расходы, прежде чем началась инфляция. В таком случае они не только были бы израсходованы на приобретение излишних товаров для потребителей, но и момент формального обесценения в действительности наступил бы скорее.

Это есть часть свойственного инфляционным финансам порока, что, раз начавшись, они с трудом могут остановиться. Цены, уплачиваемые

правительством за потребные ему товары или услуги, начинают расти почти немедленно. Соответствующий рост в сборе доходов происходит только спустя значительный промежуток времени (и частью только после издания новых законов). Поэтому дефицит, подлежащий покрытию путем займов, 'возрастает.

И в то же время настоящие займы становятся более затруднительными. Экспансия кредита, благодаря увеличению торговых прибылей, делает помещение капитала в промышленные ценности более привлекательным, чем помещение его в бумаги с твердым доходом. Во время войны эта тенденция может быть преодолена призывом к патриотизму и путем контроля над новыми эмиссиями. Но патриотизм хотя в некоторых случаях и будет преобладать над личным интересом, но конечно не всегда. Контроль также трудно сделать вполне действительным, и он вероятно будет оказывать парализующее влияние на хозяйственную деятельность. Когда обесценение станет явным, быстрым и не ограниченным, никто не будет осуждать на сколько-нибудь значительный срок 'в средствах платежа, которые утратили всякое доверие.

тфим образом, коль скоро инфляция наступила, дефицит, подлежащий покрытию посредством инфляционных способов, будет по всей вероятности стремительно возрастать. Ухудшение положения будет еще в громадной мере усиливаться, благодаря потере доверия к деньгам. Когда цены повышаются, более выгодно держать товары, чем держать деньги. Население пожелает держать меньший остаток наличных денег, чем обычно, сравнительно со своими доходами и оборотом. Оно быстрее обычного будет расплачиваться деньгами, и рост потребительских доходов и рост цен обгонит увеличение неистраченного запаса. Другими словами, инфляционное действие правительственных займов будет более чем пропорционально количественному увеличению платежных средств.

Инфляция является смертельным вредом; раз она наступила, она будет ядом для всей экономической системы и может быть уничтожена, если она вообще может быть уничтожена, только ценою изнурительных усилий. Прекращение военных расходов должно дать некоторую надежду на выздоровление. Но даже это не является достоверным. Уменьшение доходов будет иметь место еще по крайней мере некоторое время. С оживлением экономических интересов мирного времени затруднения на пути правительственных займов могут действительно возрасти. Контроль станет более беспокойным и более трудным для проведения. Даже если он легально останется в силе, он станет вероятно делаться все менее и менее действительным.

Для страны, действительно находящейся в состоянии войны, потребности момента являются главенствующими, и беды, которые очевидно встанут перед ней после восстановления мира, имеют сравнительно с первыми меньшее значение. Но даже в течение самой войны последствия инфляции являются губительными. Не только правительственная возможность собирания реальных ресурсов, в отличие от фиктивных кре-

дитов, серьезно ослабевает, но и социальные последствия растущих цен сами по себе являются серьезным злом. Обычно прилагаются значительные усилия для борьбы с этими последствиями путем контроля цен и распределения, — меры, которые достаточно трудно сделать эффективными, и осуществление которых взваливает ужасное бремя на правительство в то время, когда вся энергия его должна быть сконцентрирована на ведении самой войны.

Изумительно, что народы во время войны соглашались без борьбы и протеста на введение инфляционных способов финансирования. Жесткие методы, посредством которых единственно только могла бы быть избегнута инфляция, являются непопулярными. Инфляция сама по себе является популярной в хозяйственных кругах потому, что она приносит высокие прибыли, и рекомендуется ими потому, что она означает активную торговлю и следовательно возросшие прибыли. Но инфляция может увеличить производство только путем увеличения потребления; она скорее уменьшает, чем увеличивает национальные ресурсы.

С первого взгляда благоприятный платежный баланс, выпадающий на долю крупной страны-кредитора, является преимуществом* но он легко может стать ловушкой. Благоприятный баланс в действительности вызывает и почти принуждает к инфляции. Как было показано в главе V, всякое обстоятельство, которое делает платежный баланс более благоприятным, требует кредитной экспансии для восстановления равновесия. Потребительский расход должен возрасти до уровня, при котором он привлекает достаточный излишек импорта для восстановления равновесия. Эта кредитная экспансия имеет все вредные последствия инфляции, с единственным исключением, что она не приводит к неблагоприятным вексельным курсам. Разумная государственная политика должна иметь целью полное избежание, или по крайней мере, ограничение экспансии. Результатом будет то, что благоприятный баланс останется не ослабленным. Он будет оплачен (при отсутствии препятствий) притоком золота, таким, который обрушился на Английский банк в 1914 году.

Приток золота будет иметь тенденцию стимулировать кредитную экспансию и может, каким бы то ни было образом, расстроить нейтральные денежные рынки. Это может быть избегнуто, если правительство согласится накапливать свободные кредиты в нейтральных центрах. Если война будет продолжаться, то можно почти быть уверенным, что настанет время, когда эти кредиты могут быть использованы с большой выгодой для получения снабжения из-за границы. Поэтому, избегая инфляции в начале, страна может приобрести запас золота или заграничных активов, на которые можно будет выдавать векселя, когда ее первоначальная финансовая мощь будет использована.

Существует другой путь, при котором соблюдение золотой валюты может оказаться недостаточным для предохранения от инфляции. Когда, как нажример во время великой войны, значительная часть мира была в состоянии войны и многие страны начали употреблять свои золотые

резервы иля уплаты за импорт из нейтральных стран, то в результате начался прилив золота в нейтральные страны. Этот прилив вызвал экспансию кредита и рост цен; действительная ценность золота на мировых рынках понизилась. Произошла таким образом инфляция в нейтральных странах, и воюющие страны были в состоянии увеличить свое денежное обращение в достаточной степени без отклонения от золотого паритета. В этом случае инфляция также не является менее вредной потому только, что она менее очевидна.

ГЛАВА XV*

ПОСЛЕ ИНФЛЯЦИИ

Раз вступив на скользкий путь инфляции, правительство не может легко остановиться. Иногда помощь нового и финансово-мощного союзника дает ему возможность оправиться, как например, французы помогли американцам во время войны за независимость, а американцы пришли на выручку во время великой войны. Без помощи извне, денежное обращение шло бы вероятно от плохого к худшему до тех пор, пока финансовое напряжение войны не прекратилось бы.

Возврат к миру ставит вопрос о средствах исправления. Как должны быть восстановлены нормальные денежные условия? Военные условия в некоторых отношениях смягчают или по крайней мере маскируют худшие последствия инфляции. Инфляция есть по существу разбухание потребительских расходов, и в военное время население различными путями может быть ограничено и стеснено в своих затратах. Импорт, производство, капитальные эмиссии—все это может быть ограничено и стеснено, а главнейшие продукты потребления могут быть контролируемы и нормированы, так что население с трудом может найти, что ему делать со 'своими деньгами, за исключением помещения их в военные займы. Этим ограничениям трудно заставить подчиниться, но под давлением военных забот население будет принимать их, и они могут быть сделаны до некоторой степени эффективными. Раз напряжение ослабло, ограничения будут приниматься с раздражением, и если вообще будут сохранены, то будут весьма сильно обходиться.

Следствием этих ограничений, поскольку они соблюдаются, является уменьшение скорости обращения денег, т. е. уменьшение потребительских расходов при дайной величине неистраченного запаса. Когда мир приносит сравнительную свободу в расходовании денег, население расходует деньги из своих остатков, скорость 'Обращения возрастает и, так как неистраченный запас не может быть уменьшен — разве только правительство перестанет погашать текущий долг—потребительские расходы возрастут.

Это является критическим моментом. Если не будет предпринято никаких мер, то находившаяся в заключении инфляция будет пущена на волю стремительным потоком, деньги утратят доверие, и цены будут расти с неудержимой скоростью. Тот факт, что военные расходы будут продолжаться некоторое время—по всей вероятности на несколько месяцев—долее формального состояния 'войны, является источником опасности. Инфляция является результатом расходов, превышающих поступления от доходов и займов. Дискредитирование денег делает невозможным успешное заключение займов, и эта тенденция усиливается, поскольку патриотические побуждения вкладчиков ослабляются возвращением мира. Соответственно, всякий исключительный расход будет затруднителен. Это является одной из причин, почему тяжелое обложение во время войны очень желательно, ибо оно обеспечивает высокий доход в начале периода мира. Насколько возможно, исключительные расходы должны покрываться из доходов, и возможно меньше должно оставаться на случайности рынка инвестиций.

Если инфляция действительно имеет место, то излечение почти невозможно, пока национальный бюджет не будет сбалансирован. Он должен быть сбалансирован за счет доходов, так как займы не могут быть получены; тяжелое обложение и экономия в расходах являются единственным средством спасения.

Когда текущий долг правительства является главным источником кредитной экспансии и полностью вытеснит торговые займы в банках, то тогда власть центрального банка над кредитом ослабевает или даже уничтожается. Правительство занимает в силу необходимости и не может быть удержано от этого высокой банковской ставкой. Тем не менее продолжение инфляции делает коммерческие займы выгодными тем, что заемщики находят, что действительная ценность денежной единицы падает в течение периода до уплаты долга и что уплачиваемая ими сумма стоит меньше, чем та, которую они получили. Поэтому жизненные интересы государства требуют обуздания этой тенденции.

Спекуляция с деньгами особенно опасна. Спекуляция с товарами, если и будет ошибочной, приносит свои собственные коррективы; те, которые зашли слишком далеко в предвкушении роста цен, оказываются обремененными излишними запасами, действительными или будущими, которые они не могут продать; те, которые зашли слишком далеко в предвкушении падения цен, оказываются обязанными доставить запасы, которые они не могут полу|ЧитЬ иначе, как ценою крупных потерь. Игра на понижение укрепляет рынок, а игра на повышение ослабляет его. Спекуляция с деньгами, напротив, имеет тенденцию завершить свое собственное осуществление. Те, которые ожидают обесценения денег, стремятся стать должниками в обесценивающихся деньгах; если банки соглашаются давать деньги, то предоставляется кредит, а увеличение предложения банковского кредита приводит к ожидаемому обесценению денег. Тем же самым путем, ожидание повышения ценности денег делает виды на заем

невыгодными, банки не могут побудить население занимать, сумма банковского кредита уменьшается, и тем самым достигается повышение ценности денег.

Это есть только пример свойственной кредиту неустойчивости. Он встречается даже тогда, когда предвидимое повышение или понижение ценности денег является небольшим по своим размерам и имеет место только по отношению к товарам, но не к золоту или к иностранным валютам. В этом случае спекуляция проявляется не в росте или падении денежной единицы, но в росте или падении товарных цен; существуют отдельные спекулятивные моменты в каждом товаре или скорее в каждом из тех товаров, которые наиболее отвечают преобладающему движению уровня цен. Банковские ссуды для держания этих товаров увеличиваются или уменьшаются.

Когда деньги становятся очень неустойчивыми, население спекулирует на их неустойчивости как в отношении других денег на валютном рынке, так и в отношении товаров, акций и недвижимого имущества. Ожидание, что ценность денежной единицы будет понижаться, тотчас же находит выражение в стремлении купить товары и иностранную валюту, и цены обоих благодаря этому подсакаивают. С другой стороны, когда ожидается, что ценность денежной единицы должна поправиться, появляется стремление продать товары и иностранную валюту.

Стремление купить и стремление продать увеличивает то понижение или повышение ценности денежной единицы, от которого эти стремления берут начало. Изменения цен являются столь значительными и столь быстрыми, что дело не ограничивается коммерсантами и профессиональными дельцами, но и обычные потребители принимают в этом участие. Чем более всеобщим является движение, тем более сильными будут последствия. Вот почему падение утративших доверие денег не является постоянным или продолжительным процессом, но разражается путем сильных и судорожных колебаний.

Вексельные курсы колеблются более легко и в большей степени, чем цены, потому что для населения, которое желает обратить свои наличные деньги в нечто, обладающее стабильной ценностью, иностранная валюта является более удобной, чем тоацы. Она имеет все атрибуты денег, тогда как товары не могут быть проданы без потерь, за исключением тех лиц, которые сделали торговлю своей профессией.

Мы видели в главе II, что когда цены растут, то прибыли высоки, и что ставка процента, которую торговец готов уплатить, соответственно высока. Расчет на будущее движение цен и влияет на величину учетной ставки, по которой торговец готов заключить заем. На практике, когда цены растут, ставка процента обычно не растет в полной мере, в какой это было бы оправдано движением цен. Это происходит отчасти потому, что если бы полный рост был вообще предвидим, был бы заранее осуществлен; он перестал бы быть будущим ростом и стал бы настоящим ростом.

Но непосредственный спрос на товары зависит от непосредственного предложения средств платежа потребителями. Если спекулятивный рост цен выйдет за пределы того, что потребители смогут оплатить, товары не будут проданы. Поэтому, когда в будущем ожидается очень большое увеличение предложения средств платежа, может оказаться возможным в настоящих ценах отразить полностью тот рост цен, который может быть предвидим. Это означает сильное недоверие единице, в надежде, что которые занимают деньги в утратившей доверие единице, в надежде, что ценность занятой суммы в товарном выражении значительно упадет к тому времени, когда она должна быть погашена, могут согласиться платить соответственно высокую ставку процента.

В начальных операциях Русского государственного банка, учрежденного осенью 1921 г., это положение обнаружилось, и ставка процента была установлена в размере 1 % в день по ссудам в советских рублях, тогда как по ссудам в золотых рублях взимался только 1 % в месяц. Подобная же тенденция проявилась в Германии, особенно по ссудам, выдаваемым определенно на покупку иностранных валют. Эти ссуды выдавались осенью 1922 г. из 20% в месяц. Эта очевидно непомерная ставка измеряла степень недоверия, питаемого населением к денежной единице. Действительно, те же самые мотивы, которые побуждали население отказываться от марок как наличных средств, побуждали его принимать на себя обязательства, выраженные в марках. И в то время, как разбазаривание остатков наличных марок увеличивало скорость их обращения, требование предоставления кредитов в марках увеличивало предложение марок; обе эти тенденции увеличивали обесценение марки.

Действительно, когда падение денег достигло своего апогея в октябре и ноябре 1923 г., ставка процента по займам в марках повышалась до 5, 10 или даже до 20% в день.

При этих условиях было совершенно невозможно воспрепятствовать займам путем какой бы то ни было банковской ставки, как бы она ни казалось непомерной—ставка в 108%, взимавшая в Берлине в 1923 г., была совершенно несоразмерной—и лучшим способом могло бы быть нормирование (rationing) кредита, каковое было введено Шахтом в Рейхсбанке в апреле 1924 года.

Даже если торговые займы этого типа тем или иным путем обуздываются, спекуляция все еще вероятно вводит не поддающиеся учету колебания в ценность денежной единицы. Недоверие будет время от времени достигать высшей точки в «бегстве» от денег; население будет стремиться тратить свои наличные остатки в обмен на «реальные» ценности, т. е. на товары и иностранные валюты, независимые в своей ценности от ценности самой денежной единицы. Но поскольку общая сумма этих наличных остатков, неистраченный запас, остается неумениченной один человек может отделаться от своего излишка наличных денег, только взвалив его на другого. Результатом будет увеличение скорости обращения. Неистраченный запас остается неизменным, а потребительские

расходы возрастают. Запасы товаров будут истощаться и цены расти. Производство будет стимулироваться — как было бы при нормальных условиях, путем более умеренной кредитной экспансии — и возникнет та форма торгового оживления, которая была названа «катастрофическим бумом».

При условии, что создание кредита (и бумажных денег) через новые займы не допускается, эта форма спекуляции, подобно спекуляции с товарами, вызовет, если дойдет до крайности, реакцию. Недоверие к деньгам заставит население понизить свои остатки наличных денег ниже их действительных надобностей и, более точно, раздует потребительский расход за пределы надлежащей пропорции к неистраченному запасу. Те, [которым потребуется больше денег, если они не смогут занять, должны будут продать кое-что из своих 'драгоценных' «реальных» ценностей; цены начнут падать, и бегство от денег неожиданно сменится их отыскиванием.

Если однако правительство все еще покрывает дефицит созданием банковского кредита и бумажных денег, то выздоровление будет только [Временным. Вызванный, как это бывает, кратковременным недостатком средств платежа рост ценности денежной единицы не возбудит того доверия к будущему, которое вновь могло бы открыть рынок инвестиций для правительственных займов. Если излишнее предложение денег опять будет выпущено на рынок, недоверие в деньгам вновь быстро достигнет высшей точки, и последует новое бегство от денег.

Бегство от денег обычно сопровождается и несколько иным феноменом, который может быть обозначен как «бегство от капитала». То же самое недоверие, которое связано с держанием денег, связано так же и с инвестициями, по которым проценты и капитал фиксированы в деньгах. Население стремится продать эти инвестиции и приобрести взамен их или обыкновенные акции, но которым можно ожидать возрастания дивиденда пропорционально обесценению денег, или ценные бумаги, обозначенные в какой-нибудь устойчивой иностранной валюте. Но бегство от капитала скоро встречает препятствие в трудности отыскания покупателей для утративших доверие инвестиций. Эти инвестиции не только испытывают обесценение, влияющее тем или иным путем на денежную единицу, в которой выражены проценты и капитал по ним, но их рыночная ценность подвержена вдобавок еще и капитальному обесценению, проистекающему от вероятности дальнейшей потери ценности в будущем. В 1926 г. ценности французского правительства могли бы быть куплены с уступкой в 10%. Когда недоверие достигает определенной точки, долгосрочные ценности становятся нереализуемыми, и бегство от капитала в этой форме полностью прекращается.

Если правительство успешно сводит концы с концами, так что ему не требуется больше прибегать к созданию кредита и бумажных денег, и если центральный банк принимает соответствующие меры в предупреждению всякого роста коммерческих займов, то нет причины.

почему временное оздоровление денежного обращения не могло бы превратиться в более постоянное условие приблизительной стабильности. Бегство от денег могло бы начаться, быть может, вследствие какой-нибудь политической тревоги, но при отсутствии каких бы то ни было способов увеличения неистраченного запаса скоро должен был бы сказаться недостаток денег, и дело пошло бы к новому оздоровлению. Более того, поскольку деньги утратили доверие, неистраченный запас составляет меньше, чем нормальную пропорцию к потребительскому расходу, и это продолжается все еще даже в течение периодов временного оздоровления; тогда пропорция возрастает потому, что остатки упали ниже необходимого минимума, но она не достигает надлежащего уровня.

Если неистраченный запас будет оставаться постоянным, то можно ожидать, что потребительский расход поэтому будет падать, пока скорость обращения будет оставаться нормальной, и цены будут падать в той же самой пропорции. Если неистраченный запас будет разбухать вследствие инфляции, этот процесс будет, само собою, повышать уровень цен и понижать действительную ценность денежной единицы сравнительно с тем, что было до инфляции. Если денежная единица должна быть поднята до еще более высокой ценности, то явится необходимость в дальнейшем сокращении кредита, и это вероятно потребует ликвидации по крайней мере части правительственного долга, от которого и проистекла первоначально инфляция.

Таким образом течение дефляции открывается путем сбалансированного бюджета, уплаты текущего долга и рестрикции кредита.

Необходимо ли и желательно ли плыть по этому течению? И если да, то как далеко? Старая гвардия классической школы ответила бы, что необходимо и желательно плыть по всему пути: существовавшая прежде металлическая ценность денег должна быть восстановлена любой ценой.

Когда, при отсутствии оправданий в виде войны, страна уклоняется от паритета, он может быть восстановлен путем обычного сокращения кредита, но должен быть оплачен ценою торговой депрессии. Случай, который мы рассматриваем, отличен в том отношении, что сокращение кредита будет вызвано главным образом, быть может, даже исключительно, уплатой правительственной задолженности банкам. Но это различие не будет существенно изменять характера депрессии. Погашение этой правительственной задолженности сокращает потребительский расход во многом тем же самым путем, как и погашение равной суммы коммерческой задолженности. В то время как в процессе развития инфляции правительство имеет преимущество в возможности тратить деньги без заботы об их собирании, когда процесс делается обратным, правительство должно быть озабочено собиранием денег без возможности тратить их.

Правительство должно собирать деньги им путем обложения или путем займов, при чем займы должны быть настоящими; они должны

извлекать соответствующие запасы сбережений и, подобно обложению, уменьшать сумму потребительских расходов в других направлениях. Доля потребительских расходов, взимаемая таким путем правительством, исчезает подобно потоку, теряющемуся в пустыне, и то, что остается после этого, становится мерой потребительского дохода, подлежащего к своей очереди уменьшению. Спрос падает, запасы накапливаются, заказы производителям сокращаются, производство замедляется, прибыли уменьшаются, наступает безработица.

Депрессия по своему характеру не отличается от той, которая свойственна обыкновенному торговому циклу, или от той, которую испытывает страна, когда она уклонилась от золотого паритета вследствие некоторых просчетов или некоторых экономических несчастий, и старается восстановить его. Но хотя она не отличается по характеру, все же депрессия может жизненно отличаться по степени. Достаточно серьезно иметь перед собой падение уровня цен, скажем, на одну пятую, и в случае, когда торговый цикл включает столь значительное сокращение, процесс распространится на многие годы несчастий. Но мы предполагаем, что страта утратила контроль над своим денежным обращением и что последующее обесценение собирало силы в течение периода напряжения, который мог бы продолжаться годами. Если цены возрастут не более чем вдвое, то нарушение может быть названо умеренным.

Теперь, если данная степень сокращения кредита должна иметь место, то чем скорее оно наступит и пройдет, тем меньше будет итог потерь производства и других занятий. Сокращенно производства происходит от уменьшения спроса, которое заставляет торговцев товарами задерживать заказы. Для торговца существенным пунктом является то, что уменьшение спроса предвещает падение цен; если он заказывает свежие товары, прежде чем падение цен осуществляется, он потерпит убытки. Если падение спроса будет быстрым, то реакция цен также будет быстрой. Когда желанное падение цен полностью осуществится, тогда мотивы торьювцев в пользу ограничения заказов отпадут. Для того чтобы цены, назначаемые производителями купцам, могли быть снижены в той же самой пропорции, как и цены, назначаемые купцами розничным торговцам, существенным является, чтобы издержки производства, в частности заработная плата, снизились. Но может оказаться гораздо легче провести единое очень крупное снижение заработной платы вместе с соответствующим снижением цен, чем снижать заработную плату путем длительного и перемежающегося нажима, который кажется бесконечным. В течение критического периода приспособления могут быть тяжелые трения и безработица, но не па много более тяжелые, чем в течение постепенной дефляции, как перевес выгоды выигрыша процесса в течение, скажем, шести месяцев вместо шести лет.

Но, с другой стороны, препятствия на пути быстрой дефляции могут быть непреодолимы. Мы предполагали, что правительство осуществляет дефляцию погашением текущего долга (или другого долга, следуемого

центральному банку и другим банкам), тогда как коммерческие займы ограничены (высокой учетной ставкой и другими мероприятиями. Суммы, которые правительство должно собрать для этой цели, являются тяжелым бременем для налогоплательщиков. Мы предлагаем, что инфляция произошла от того, что правительство не могло 'свести концы с концами, и должна окончиться крупным фискальным напряжением, посредством которого бюджет будет сбалансирован. Дефляция требует еще большего фискального напряжения. Когда распространяется депрессия, сбор налогов падает. До некоторой степени правительственные расходы также упадут, но долговые платежи, которые после подобных событий будут составлять большую долю всего бюджета, фиксированы в значениях денежной единицы.

Если обложение не может дать достаточных ресурсов, может случиться, что они могут быть собраны путем фундированных займов, при условии, что (доверие на инвестиционном рынке восстановлено. Но *это* означает, что текущий долг, вместо того чтобы быть уплаченным, заменяется эквивалентной суммой долгосрочного долга. Бюджетная проблема только откладывается на период после окончания дефляции, п опасность тогда будет проистекать от нарушения фискального механизма и от наступления нового удара инфляции, приносящего с собою безнадёжное нарушение доверия.

Бюджетные затруднения проявляются в результате дефляции в увеличении бремени долгов. Этот результат не стесняет правительство. Каждый дебитор, чьи долги накопились в течение инфляционного периода, будет страдать от этого. Торговцы, закупающие часть своих торговых запасов на занятые деньги, найдут, что ценность их товаров стремительно падает, тогда как сумма их задолженности остается неизменной. Это то положение, которое вызывает кризис.

Возможно, что, при исключительных обстоятельствах инфляции, сумма временных позанмствований торговцев снизится до ничтожнейшей величины. Во-первых, инфляционные займы правительства имеют тенденцию вытеснять коммерческие займы. Во-вторых, после того, как активная инфляция прекратится, деньги становятся очень неустойчивыми, но однако не имеют ясно преобладающей тенденции к дальнейшему обесценению. Займы являются тогда привлекательными только для спекулянтов, а торговцы будут стараться избежать их. Может случиться, что страна окажется твердой перед кризисом; она будет защищена, как это бывает, прививкой; правительство будет единственным дебитором, имеющим какое-нибудь значение, п практически не будет торговых долгов, которыми могли бы кормиться бациллы кризиса Тот же самый результат можно увидеть, когда нашествие врагов перемещает торговлю, как во Франции в 1814 году.

Если объем коммерческой задолженности мал, трудности на пути быстрой дефляции на много уменьшаются. Если национальный долг или, по крайней мере, та часть его, которая обозначена в собственной валюте

страны, также скромн, то такая ломтика совершенно осуществима. В таком положении стража может занять за границей суммы, потребные для выкупа текущего долга. Ее обязательства в иностранных валютах не Подвергаются влиянию дефляции; ибо по мере того, как номинальный сбор налогов уменьшается вследствие падения потребительского дохода, ценность денежной единицы на валютном рынке возрастает, и сбор налогов, выраженный в иностранных валютах, остается неуменипенным.

Если соответствующие мероприятия могут быть осуществлены для размена значительной части бумажных денег— быть может, из выручки от иностранных займов — весь процесс дефляции может быть выполнен одним росчерком пера. Пока обесценение, подлежащее восстановлению, будет незначительным, перемещение, причиняемое этим прерывистым изменением, будет вероятно запретительным. Даже если объем задолженности, остающейся 'от периода обесценения, невелик, притеснение дебиторов все же является невыносимым. Нельзя также предположить, что потребное приспособление в заработной плате, ценах и жалованиях, пропорциональное изменению действительной ценности денежной единицы может осуществлено мгновенно и без трений.

Поэтому должно быть очевидно, что случай, где осуществима быстрая дефляция, является исключительным. Но нельзя предполагать, что альтернатива в форме продолжительной дефляции возможна, даже если страна готова встретиться с долго длящейся торговой депрессией. Понизить вдвое уровень цен — значит удвоить бремя долгов и, по всей вероятности, довести экономическую систему вплотную к переломному пункту. По предположим, что бремя долгов возросло в десять раз. Совершенно очевидно, что на некоторой стадии восстановление денежной единицы до ее прежней действительной ценности становится абсолютно невозможным, без некоторого нарушения непрерывности долгов.

Когда деньги непоправимо дискредитированы, иногда случается, что старая металлическая валюта вновь вступает в силу, путем ли издания соответствующего закона или путем самовольного действия населения, условившегося о расплате по торговым сделкам в монете или эквивалентных ценностях. Таким образом устанавливаются новые обычные счетные деньги, независимые от существующего законного платежного средства. Долги, заключенные в потерявших доверие бумажных деньгах, не могут быть сразу сделаны подлежащими уплате в новой восстановленной единице, которая может стоить в сто или в миллион раз дороже бумажной единицы. Либо эти долги должны оставаться подлежащими уплате в обесценившихся бумажных деньгах и должны исчезать вместе с ними или должны быть приняты меры путем издания специального закона, чтобы дать кредиторам справедливое возмещение. Мы увидим, что неоднократно в прошлом законодательстве устанавливались скалы понижения долгов соответственно степени обесценения, которая имела место и в момент образования каждого долга (см. ниже главы XVII, XIX и X).

Запутанность подобного рода расчетов очень велика, и в денежных волнениях последних лет не было попыток их установления. В Германии после того, как старая рейхсмарка упала до величины, почти равной нулю, и была заменена новой маркой в отношении один миллиард к единице, кредиторы по долгосрочным займам, как, например, держатели долговых обязательств или закладных, получили небольшую дробь от своих прежних пратгв, но там не было систематического пересчета долгов.

Гораздо более обычным планом является девальвация. Денежной единице присваивается новая золотая ценность, приближающаяся к существующей рыночной ценности или, во всяком случае, не настолько выше существующей ценности, чтобы сделать практическую возможность ее сохранения сомнительной. Единица сохраняет свою тождественность в том, что все долги номинально остаются неизменными; они представляют то же самое количество денежных единиц, как и прежде. Степень девальвации только предписывает количество золота, которому должны быть эквивалентны эти денежные единицы.

Справедливость и несправедливость девальвации долго были предметом постоянно возобновляющихся споров. Она постоянно объявлялась как обман кредиторов. Говорилось, что дебиторы, которые обязались уплатить некоторую сумму золота, освобождаются от этого обязательства уплатой меньшей суммы; им дозволяется нарушать свои обязательства.

Но это неправильное понимание природы долга. Когда договор дает начало денежному обязательству, то орудие платежа не является частью этого договора. Закон предписывает то орудие, на котором любая страна может настаивать, если она захочет. Это орудие есть создание закона, и никто не имеет никакого права предполагать, что закон не будет изменен. В средние века повторяющиеся изменения закона были обычными в каждой стране, и они достаточно обычны в новое время.

Несомненно, существуют основания целесообразности, чтобы избежать произвольных и прерывистых изменений в валюте. Но когда изменение уже произошло, как, например, когда инфляционные военные финансы обесценили денежную единицу, самый возврат к старой валюте является новым изменением. Обесценение было убыточным; оно взвалило незаслуженные потери на кредиторов. Но возврат к старой ценности денежной единицы так же будет убыточным; он взвалит незаслуженные потери на дебиторов. Дебиторы, которые теряют, и кредиторы, которые выигрывают, будут только в сравнительно немногих случаях теми дебиторами, которые прежде выигрывали, и теми кредиторами, которые прежде теряли. Против справедливости, достигаемой в некоторых случаях, будет получаться новая несправедливость в других, и может не быть чистого выигрыша справедливости, который можно противопоставить причиняемым нарушениям и бедствиям.

И дебиторы страдают больше от повышения ценности денежной единицы, чем кредиторы от ее падения. Поскольку речь идет о краткосрочной задолженности, кредиторами являются главным образом банкиры,

и средства и обязательства которых выражены в счетных деньгах. Действительная ценность их прибылей, капиталов и резервов может быть уменьшена, если денежная единица будет обесценена. В самом худшем случае они потерпят некоторые убытки. Но, с другой стороны, когда ценность денежной единицы возрастает, торговцы находятся под угрозой не просто убытков, но прямого разорения, и случайно это может причинить серьезный вред их кредиторам.

Реальная потеря падает на кредиторов по долгосрочным займам, на держателей облигаций и других *ценных* бумаг, приносящих твердый процент. Большая часть этих ценных бумаг была создана прежде, чем наступило обесценение. Увековечить обесценение—значит пересмотреть договор в пользу дебитора. Временная потеря реального дохода, происходящая вследствие обесценения, которое имело место в течение финансового напряжения войны, является меньшим злом для вкладчика, могущего безропотно смириться с ним. Постоянное снижение покупательной силы его дохода является много более серьезным делом. До тех пор, пока общество в деле снабжения капиталом зависит от добровольного¹ инвестирования, всякое нападение на покупательную силу является опасным. Следует твердо помнить, что то, что теряет держатель долгового документа, выигрывает не труд, но акционер, чьи дивиденды разбухают благодаря остающимся прибылям. Пересмотр мерила ценностей вносит элемент произвола в инвестирование капитала и особенно угрожает массу неспекулятивных вкладчиков, которые играют столь значительную роль, в качестве членов командитных товариществ, в современной капиталистической системе. Насколько это противоречит материальным интересам общества — это является 'вопросом, о котором очень и очень много можно сказать; что это является несправедливостью, пока существует капиталистическая система, — это кажется несомненным.

Но существует один класс вкладчиков, которые находятся в совершенно особом положении, особенно в послевоенных финансах. Это держатели облигаций национального долга.

Нет нужды распространяться о возмутительной позиции государства, которое может приказывать, в какой единице целности должны исчисляться его собственные долги. Само собою разумеется, что долги могут быть заключаемы на условии оплаты их в золоте или в иностранной валюте. В этом случае не возникает никакого затруднения. Оно не возникло в Соединенных штатах, после гражданской войны или во всяком случае после того, как было достигнуто соглашение раз и навсегда, что долги гражданской войны являются золотыми долгами. Но что делать в случае, когда национальный долг оплачивается в национальной валюте и основание этой национальной валюты должно быть изменено? Можно сказать, что как бы ни было поступлено в отношении частных долгов[^] национальный долг должен быть оплачиваем в той металлической валюте, которая действовала, когда этот долг "создавался. Если золотая денежная единица понизилась, то проценты и капитал по национальному

долгу должны оплачиваться в старой единице. Но это значит дать держателю облигаций больше, чем было с ним условлено. Когда он вкладывал свои средства, то не было и мысли о требовании преимущества перед другими вкладчиками, и дать безусловленную прибыль было бы несправедливостью его отношению к этим последним, которые должны платить налог для получения их стоимости. Если держатели национального долга владеют этим правом, то оно должно быть ясно установлено в то время, когда они подписывались па займы; ибо тогда государство имело бы преимущество в установлении благоприятного понимания того, что должно быть золотым займом. Было бы бесчестным изменять валюту с целью облегчения бремени национального долга. Но если валюта должна быть изменена по общеэкономическим основаниям, то не будет ли неразумным создавать национальным кредиторам привилегированное положение просто потому, чтобы соблюсти приличия в произволе. И если, что очень вероятно, большая часть долга создалась, когда инфляция была уже в действии, то не будет ли отступлением от всякого смысла и справедливости выделять национальных кредитов из всех других для оплаты их требований в старой валюте. Держатели довоенных долговых документов в торговом деле, которые одалживали деньги в старой валюте, должны получать проценты и капитал в деньгах новой валюты. Их соседи, которые одалживали правительству обесцененные бумажные деньги, должны получать платежи в старой валюте.

Но, помимо всего, наиболее сильный аргумент, приводимый в подкрепление включения национального долга в сферу действия новой и пониженной валюты, заключается в том, что в противном случае напряжение может быть более значительным, чем страна может выдержать. Если правительственные финансы могут вестись только посредством новой инфляции, то попытка восстановить золотую валюту, даже путем разбукания затруднений, будет несостоятельна, и в конце концов публичные кредиторы будут оплачиваться только в бумажных деньгах.

Если нации приносят большие жертвы для восстановления своего денежного обращения и для избежания девальвации, то это делается не на основании абстрактной справедливости, но в силу практической целесообразности. Первостепенно важным в коммерческих и финансовых делах является то, чтобы население питало доверие к денежной единице. Если это будет давно существующая валюта и если были сделаны большие и успешные усилия для возврата к пей после того, как имело место отклонение от нее, население будет уверено, что оно всегда будет придерживаться этой валюты, за исключением случаев чрезвычайных затруднений. Если напротив будет введена новая валюта, то не будет никаких оснований, почему бы в свою очередь, оставить эту валюту в пользу еще другой при первом же нажиме.

Доверие к деньгам облегчает все обычные финансовые сделки, и без него долгосрочные займы становятся почти невозможными как для публичных учреждений, так и для торговых объединений. Доверие в этом

смысле означает доверие к поддержанию золотого паритета. Золото сохраняет (или возвратило) свое положение кале международная валюта, и золотой паритет поэтому означает в сущности паритет со всеми главными валютами мира. Это в особенности важно для страны, подобной Англии, которая является крупным финансовым центром \

Когда девальвация решена, то выбор новой золотой ценности связан с затруднениями. Указания, доставляемые валютным рынком, могут быть обманчивыми; курсы подвержены колебаниям вверх и вниз благодаря порывам спекуляции. Операции спекулянтов натравлены на переоценку или недооценку валюты, которые нарушают платежный баланс. Спекулянты подтверждают свое мнение предложением средств для поддержания на время благоприятного или неблагоприятного баланса, я никогда нельзя сказать, что существует равновесие в платежном балансе и следовательно существует равновесие в уровнях цен на продукты внутренней и внешней торговли. При этих условиях спекуляция на товарных рынках должна быть, по всей вероятности, только на одну ступень менее активна, чем спекуляция на валютных рынках. Цены будут обнаруживать тот же ряд причуд, что и вексельные курсы. Когда денежная единица фиксирована в золоте, спекулятивный элемент должен быть элиминирован, где бы он ни существовал, и результатом будут большие и хаотические колебания цен. Лучшим решением вопроса, по всей вероятности, будет ориентировка на золотую ценность, которая возможно ближе будет корреспондировать с существующим уровнем заработной платы, хотя если — что отнюдь не является неверным — заработная плата будет далеко отставать от инфляционного роста товарных цен, может быть лучше оставить некоторый простор для роста заработной платы, чем подвергаться «тремительному падению цен».

Выше было отмечено (гл. XIV), что во время, крупной войны вытеснение золота из обращения бумажными деньгами может понизить действительную ценность золота на мировом рынке. Нейтральные страны будут наводнены золотом и будут испытывать кредитную экспансию и рост цен. Восстановление мирных условий будет, по всей вероятности, *теть* сложное воздействие на ценность золота.

После окончания оршй инфляции становятся возможными различные направления нолтики денежного обращения, и даже когда политика какой-либо отдельной страны избрана, поглощение ею золота может изменяться внутри широких пределов. Золотые монеты могут быть пущены в действительное обращение; могут быть использованы бумажные деньги с большим или меньшим золотым резервом; может быть принята система «Gold Exchange Standard», в целях освобождения совершенно от металлического резерва. Поглощение золота для монетных целей повсюду подвержено почти неограниченным колебаниям. А мировая ценность золота зависит от поглощения золота.

¹ См. «Monetary Reconstruction», изд. 2-е, с. 169—170.

Если бы все страны вернулись к своим прежним финансовым системам, к поддержанию той же самой пропорции золота в составе их денежного обращения, как и до войны, которой приписываются целиком все нарушения, то действительная ценность золота 'возвратилась бы приблизительно к своему прежнему уровню, — приблизительно, но отнюдь не обязательно точно, ибо в некоторых странах могут быть далеко идущие изменения в условиях, влияющих на отношение между неистраченным запасом и уровнем цен. С другой стороны, если возросшее употребление бумажных денег будет увековечено после войны и некоторые страны будут держать много меньше золота по отношению к 'циркуляции, то другие страны должны будут поглащать больше золота. В этом случае золото, но всей вероятности, будет перманентно дешеветь.

Каким бы образом ни проводилась денежная реформа, 'основанная на золотой валюте, путем ли дефляции или путем девальвации, колебания в действительной ценности золота будут предметом очень серьезного беспокойства. Заключающееся в этом усилие и подлежащее восстановлению перемещение зависят от действительной ценности, которая должна быть придана новой денежной единице. Если эта единица фиксирована в золоте и действительная ценность золота, изменяется, то и усилие и перемещение будут до некоторой степени неправильно рассчитаны. Когда мы перейдем к историческим иллюстрациям в второй части, мы найдем множество примеров бумажно-денежного обращения, подвергавшегося влиянию изменений в действительной ценности золота.

Эти изменения являются результатом политики денежного обращения в различных золотых странах. Изменения в предложении нового золота из рудников или в индустриальном спросе являются незначительными (за исключением продолжительных периодов) в 'сравнении с изменениями в денежном опросе на золото. Для каждой страны имеет чрезвычайный интерес, чтобы ценность золота была возможно устойчивей, и, принимая во внимание, что интерес каждой страны зависит от действия всех остальных стран и что их действия могут свободно изменяться в таких широких пределах, ясно, что то, что требуется, — это некоторое международное сотрудничество.

Идея международного сотрудничества в политике денежного обращения обсуждалась в связи с биметаллическим спором поколение тому назад. Тогда надеялись восстановить денежный спрос на серебро и восстановить его ценность в 'прежнем отношении к ценности золота. Положение биметаллизма зависело от власти учреждений, регулирующих денежное обращение, в силу преобладания денежного спроса в определении ценности драгоценных металлов на мировых рынках, но защитники биметаллизма предлагали использовать эту власть не для регулирования действительной ценности золота или серебра, но для регулирования золотой ценности серебра.

В то время колебания в действительной ценности золота начали быть ясно распознаваемы. Но продуманное 'регулирование и предупредж-

дение этих колебаний было в первые введено в область практической политики. Генуэзской конференцией в 1922 г. Не имевшие прецедента по степени и скорости колебания в ценности золота в годы, непосредственно следующие за войной, грозили внести хаос в любой план денежной реформы. Резолюции, принятые в Генуе, рекомендовал сотрудничество центральных эмиссионных банков мира в регулировании кредита с целью предупреждения не надлежащих колебаний в покупательной силе золота. В Генуе не было представительства Соединенных штатов, но политика федеральных резервных банков в 1922 г. в действительности была направлена к идеалу стабилизации.

Вопрос о стабильности действительной стоимости золота был заострен трудностями послевоенной реконструкции. Но он имеет больше, чем проходящее значение. Он сулил исцеление от циклических колебаний торговли, которым приписываются те периодические эпидемии депрессии и безработицы, которые являлись отличительной чертой мировой экономической системы в период между наполеоновскими войнами и великой войной.

Остается рассмотреть еще одну форму нарушения денежного обращения, проистекающего от крупной войны. В результате войны образуются огромные международные обязательства и движения капитала, которые нарушают платежный баланс и обязывают к установлению давления на валютный рынок. Эти обязательства могли возникнуть из займов, полученных страной во время войны от нейтральных стран или союзников, или это могут быть возмещения или репарации, следуемые от разбитого противника победителю.

Единственный платеж, который сам по себе будет велик сравнительно с оборотом валютного рынка, не возбуждает никакой проблемы, если он может быть собран на международном рынке инвестиций, и годовые долговые платежи являются посильной суммой. Возмещение, уплаченное Францией Германии в 1871/72 г. было главным образом получено Путем внешнего займа со стороны Франции и не создало перенапряжения на валютном рынке.

Международные обязательства, которые доставили столько беспокойства со времени великой войны, достигают такой величины, что если бы они были фундированы, то годовые платежи процентов и погашения должны были бы, думается быть слишком большими для того, чтобы рынок мог их выдержать.

Предположим, что страна пытается покрыть внешнее обязательство, и предположим, что Годовые платежи по этому обязательству очень велики по отношению к экспортным возможностям этой страны. Каково будет влияние на вексельные курсы?

Этот случай должен быть отличаем от случаев, напрягающих налоговые возможности страны. Нарушение бюджета может привести к инфляционным финансам. Обесценение может быть более быстрым, если новые бумажные деньги будут безрассудно бросаться на

валютный рынок, чем если бы он употреблялись. Сначала для внутренних платежей, но в принципе нет никакой разницы между результатами инфляции в обоих случаях. Германское разорение в 1921—23 гг. было вызвано инфляционным бюджетом, но не недостаточной экспортной способностью.

Мы должны предположить, что вначале, во всяком случае, внешние платежи покрываются бюджетом и что напряжение падает на валютные курсы. Путем налогов или займа с населения получена сумма дохода, эквивалентная причитающемуся заграничному платежу." Потребительский расход уменьшится на эту сумму. Правительство получает возможность употребить собранные таким образом деньги на покупку валюты.

Новый платежный баланс будет требовать нового равновесия между внутренним и внешним уровнями цен. Сокращение потребительских расходов разделится между продуктами внутренней торговли и продуктами внешней торговли, и от этого последуют противодействия, которые были показаны в главе V, вытекающие из всякого неблагоприятного изменения в платежном балансе.

Если мы предположим, что золотая валюта существует и должна быть сохранена, то равновесие будет требовать дальнейшего сжатия потребительского расхода, такого, чтобы снижение в расходе на одни только продукты внешней торговли стало достаточно для покрытия внешних платежей.

Это дальнейшее сжатие обнимает собою новые усилия в двух различных направлениях. Во-первых, требуется сокращение кредита, чтобы понизить внутренний уровень цен, включающее пока процесс не будет выполнен, сжатие торговли, сопровождаемое безработицей. И во-вторых, налоговая способность страны (выраженная в денежных единицах) понижается так, что фискальные мероприятия, первоначально исчисленные, чтобы дать требуемую сумму, становятся недостаточными.

Если золотая валюта может быть оставлена и может быть допущено обесценение денег, то сокращение кредита и торговая депрессия выпадают. Во бюджетные затруднения остаются. Доходы, прежде достаточные, становятся недостаточными, благодаря обесценению денежной единицы, в которой они исчислены, сравнительно с заграничной денежной единицей, в которой исчислены внешние платежи.

Степень сокращения кредита, которую страна может выдержать, по всей вероятности, является ограниченной; поскольку она окажется недостаточной сравнительно с тем, что требуется, то будет иметь место отлив золота. Можно признать, что если напряжение платежного баланса в действительности является чрезмерным, то золотая валюта должна быть оставлена, и допущено некоторое обесценение денег.

Обесценение денег повышает стоимость продуктов внешней торговли для потребителя. Импорт уменьшается, и товары направляются

ог внутреннего рынка к экспорту. 0 поскольку мы рассматриваем постоянное или продолжительное изменение платежного баланса, мы должны принять в расчет дальнейшие приспособления. Производство продуктов внешней торговли становится более выгодным, чем прежде, и капитал и труд имеют тенденцию перейти от производства продуктов внутренней торговли к производству продуктов внешней торговли. Это будет в равной мере также, даже когда сохраняется золотая валюта, ибо в таком случае 'Внутренние цены должны упасть, и заработная плата должна упасть вместе с ними. Стоимость производства продуктов внешней торговли поэтому в этой или иной альтернативе уменьшится.

Очевидно, Этаким образом, что будет происходить постепенное приспособление нового платежного баланса. Может случиться, что необходимые внешние платежи вначале превысят платежеспособность страны, но в конце-концов могут быть покрыты. Отсрочка может быть существенной; ибо должно быть постепенное увеличение скалы обязательств, либо страна-должник должна покрыть часть более ранних платежей заграничным займам.

В случае нарушения произойдет сильное обесценение денег без какого-либо роста без эквивалентного роста внутреннего уровня цен. Действительно, будет иметь место необычайная премия на экспорт.

Могут быть слегка затронуты и мировые цены. Если увеличение отпуска какого-либо продукта страной-должником будет небольшим сравнительно с мировым производством, производители могут без затруднения отдавать его по мировой цене и получить приличную прибыль. Если не произойдет на товарных рынках краха (который не мог бы бесконечно продолжаться), то не будет оснований, почему они должны бы брать меньше.

Какой-нибудь продукт может явиться исключением в том, что экспортная премия может вызвать добавочный отпуск, который будет значительным в отношении к мировой продукции или во всяком случае не сможет быть поглощен мировым спором иначе, йак за счет сильного снижения цены. Это могло бы наиболее легко произойти в отношении какой-либо отрасли промышленности, которая оказалась бы в этот момент в состоянии депрессии и в которой производители повсюду были бы не вполне заняты. Для производителей в стране-должнике, с низкой себестоимостью, возможно расширять производство до любого объема и вытеснять своих соперников.

Но если бы страна-должник могла легко расширять производство ко многих отраслях экспортной или импортной промышленности, то совершенно не было валютного обесценения. В этих условиях несомненно, налоговая 'способность, а не валютный рынок, устанавливала бы предел внешних платежей.

Часто предполагают, что когда ослабляется внешневалютная позиция страны-должника, то страны-кредиторы страдают от конкуренции должника. Это неправильное представление. Страна-кредитор должна

приспособлять свой внутренний и внешний уровень цен к благоприятным изменениям в ее платежном балансе; она должна развивать импортные излишки. Но эти импортные излишки не будут, вообще говоря, представлять собою увеличенную конкуренцию на ее рынках.

Платежи страны-должника являются для страны-кредитора увеличением потребительского дохода. Если бы платежи производились непосредственно правительству, то это увеличение вероятно отразилось бы в некотором облегчении налогов. Соответственно возрос бы потребительский расход и добавочный спрос направился бы частью на продукты внешней торговли, а частью на продукты торговли внутренней. Для обеспечения равновесия потребительский расход должен возрастать еще дальше, до такого пункта, при котором часть, направляемая на продукты внешней торговли, будет равна всему потребному излишку импорта. Это потребует расширения кредита, которое будет проведено путем импорта валюты, если не иным каким-либо путем.

Импортный излишек появляется только для удовлетворения действительного спроса на товары; для него предоставлен простор без захватывания рынка других продуктов. В самом деле, дополнительный спрос более чем достаточен для оплаты импортного излишка; он достаточен также для того, чтобы вызвать повышение уровня цен на продукты внутренней торговли.

Валютные проблемы страны-кредитора прямо противоположны проблемам страны-должника. В стране-должнике депрессия на рынке продуктов внутренней торговли направляет Продуктивные ресурсы на производство продуктов внешней торговли; в стране-кредиторе экспансия на рынке продуктов внутренней торговли отвлекает производительные силы от производства продуктов внешней торговли. Такой бросающийся в глаза контраст между обеими странами объясняется тем, что страна-должник может только путем усилий поддерживать курсовую ценность своих денег, тогда, как страна-кредитор пользуется преимуществом допущения кредитной экспансии без всякого потрясения курсовой ценности ее денежной единицы. Это преимущество является однако двусмысленным, как это иллюстрируется примером инфляции в Германии сопровождавшей получение от Франции возмещений в 1871 г. Но опасности, которые угрожают стране-кредитору, прямо противоположны опасностям торговой депрессии, от которой страдает страна-должник.

Если мы на время вернемся в мировым рынкам, то мы сможем тогда увидеть, что против экспортных излишков страны-должника, как депрессивного влияния на мировые рынки, должно быть поставлено противоположное влияние импортных излишков страны-кредитора. Импортные излишки не должны создавать спроса именно на те товары, которые входят в состав экспортного излишка, но если некоторые рынки испытывают депрессию под влиянием чрезмерного предложения, то другие рынки будут стимулироваться возросшим спросом.

Нужно иметь в виду, что экспортные излишки не составляют обязательно добавочного экспорта. Первоначально, как это бывает, благодаря снижению потребительского расхода,¹ это будет принимать главным образом форму сокращения импорта. Импорт ашнее специализирован, чем экспорт, и очень может быть, что добавочный импорт, приобретаемый страной-кредитором, не будет много отличаться от того импорта от которого откажется страна-должник.

Рассматривая, какие именно внешние платежи должна производить стража, мы прежде сего должны обратиться к общему итогу потребления этой страной продуктов внешней торговли. Если страна является экспортером капитала, то ее ежегодные внешние инвестиции должны быть рассматриваемы как продукты внешней торговли для этой цели. Платеж, который кажется страшным в сравнении с общим итогом экспорта или импорта, может однако быть очень скромной долей общего итога потребления продуктов внешней торговли, включая, с одной стороны, >все продукты экспортирующей промышленности, которые были потреблены внутри страны, а с другой стороны, —• все продукты импортирующей промышленности, которые были произведены внутри страны. В целях иллюстрации примем следующие гипотетические цифры: если национальный доход¹ Германии составляет 60 млрд. марок и три пятых от этой суммы, или 36 млрд., затрачивается на продукты внешней торговли (включающей почти все транспортабельные продукты земледелия, добывающей и обрабатывающей промышленности), то снижение этой цифры для получения максимальных платежей в 2,5 млрд. в год по плану Дауэса составило бы не более 7%. Ограниченное таким образом потребление распространилось бы па все продукты внешней торговли, на которые немцы затрачивают свой доход, что означало бы почти все продукты, которые повсюду входят в состав международной торговли. Этот расчет не допускает¹ никакого перевода производительных сил от продуктов внутренней торговли к продуктам торговли внешней.

В сильно развитых в коммерческом отношении странах, подобных Германии, Франции или Англии, пределы внешних платежей не определяются валютным рынком. Это имеет место только в тех странах, где богатство недостаточно мобильно, вследствие недостаточных путей сообщения или ненадлежащей торговой организации. Неспособность Польши удержать свою стабилизированную валюту в 1925 г., когда ее платежный баланс был потрясен прекращением ее внешних займов, является типическим случаем.

Преувеличенные мнения о влиянии внешних платежей на денежное обращение преобладали в поздешие годы потому, что влияние инфляция на курсы не отличалось ясно от ее влияния на неблагоприятный платежный баланс.

ГЛАВА XVI

ПЕРЕЧЕКАНКА СЕРЕБРА В АНГЛИИ

В средние века передвижение монет из одной страны в другую вызывалось, так же как и в новое время, необходимостью погашения обязательств, не покрываемых торговым балансом. Но тогда как в наши дни потеря золота является сигналом в сокращению кредита, которое должно восстановить равновесие, это средство в то время не существовало. Если производство страши падало так, что она меньше могла продавать за границу, и если немедленно не начиналось противодействующее сокращение потребления, страна должна была начать терять свои деньги. Легко сказать, что согласно экономическому закону, эта потеря денег должна была сделать остающиеся деньги более ценными, т. е. должна была привести к падению цен. Но цены не реагировали в то время так легко на изменения в количестве денег, как теперь. Не только цены, но и заработная плата часто строго предписывалась обычаем или даже законом. Затруднительность и медленность сообщений делали создание мирового рынка с приблизительно одновременными изменениями цен невозможным. В результате страна иногда должна была годами подвергаться основательному отливу золота и серебра, пока недостаток денег не начинал вызывать крупного неудобства. Особым осложнением было то, что согласно закону Грешема, лучшие монеты всегда употреблялись для экспорта. До введения современной системы чеканки монеты готовились к выпуску с монетного двора очень неравного веса. Если требовалось золото или серебро для экспорта, то отбирались наиболее тяжелые и наименее изношенные монеты. Когда происходило настолько серьезное нарушение равновесия, которое вызывало продолжительный отлив денег, то оказывалось, что не только денег становилось недостаточно, но и то, что оставалось, состояло из монет, которые вследствие износа, обрезывания и погрешностей при чеканке были значительно ниже номинального веса. Такое положение неоднократно имело место во всех странах, и средство исцеления находили обычно в понижении веса стандартной монеты. Действительно, так как цены и заработная плата были слишком негибки, чтобы согласоваться с изменившимися условиями рынка, то понижалась ценность денежной единицы, в которой они были исчислены. Так как денежная единица отказывалась расти, то давалось запойное признание ее падению.

Много, быть может большинство, средневековых понижений веса чеканки в Европе было произведено этим путем. Некоторые понижения веса, подобные тем, которые имели место во Франции во время Столетней войны или в Англии при Генрихе VIII и Эдуарде VI, были бесстыдными попытками извлечь из чеканки недозволенную прибыль или понизить

бремя королевских долгов без гласного банкротства. Но не было ничего бесчестного в перечеканках, которые осуществлялись с целью удержать, деньги в стране; а при средневековых условиях, когда заработная плата и цены были в значительной степени стереотипными, подобные понижения веса отнюдь не были неизменно неосновательными. Из всех стран Англия наиболее свободна от незаконных понижений веса. Нижеследующая таблица показывает последовательные изменения веса серебряных монет (валютным металлом было серебро, а не золото):

Г О Д Ы	Ценность тоуер- ского фунта (11V4 тройских унций)	Вес пенса в гранах	Процент понижения веса
Первоначальный стандарт . . .	20 шплл.	22 V.	—
1299 г.	20 » 3 пенса	22 $\frac{2}{3}$ „	1 $\frac{1}{4}$
1343 »	22 » 2 »	20 $\frac{1}{10}$	8 $\frac{1}{2}$ „
1346 »	22 » 6 »	20	1 V.
1361 »	25 >	18	10
1411 »	30 >	15	16 $\frac{2}{3}$
1464 »	37 » 6 »	12	20
1626 »	42 » 2 $\frac{1}{4}$ » ¹	10 $\frac{2}{3}$	U V,

Эти понижения веса могут быть рассматриваемы как способ борьбы с затруднениями, причиняемыми постоянным ростом ценности серебра. До открытия Америки не было достаточного нового предложения из мировых рудников. Употребление мерила ценности, которое беспрерывно повышается в цене, препятствует развитию торговли. Это увеличивает тяжесть долгов, и если денежная заработная плата не может быть снижена *pari passu* с ростом покупательной силы денег, то это увеличивает стоимость производства. Рост реальной заработной платы может оказаться даже не в интересах самих получающих эту заработную плату, если уменьшается число занятых рабочих. Поскольку такие условия создаются, возникают тенденции к понижению ценности денег, раз оно является уже совершившимся фактом, и к понижению цен и заработной платы в отношении к серебру, посредством перечеканки всякий раз, когда происходит чрезмерный отлив денег.

С другой стороны, после периода незаконного понижения веса общей практикой был возврат к старому мерилу ценности, хотя часто не вполне восстановленному. В 1543 г. Генрих VIII, ввиду расходов по войне с Францией и Шотландией, положил начало периоду пониженной чеканки, в действительности единственной гнусной подделке в истории английского денежного обращения. Вначале это понижение веса монет

¹ Т. е. 46 шплл. за тройский фунт в 12 унций.

было недлительным. Вес монс-т? был понижен¹ только на $\sim \frac{1}{16}$; из одного тройского фунта чеканилось 48 шиллингов, вместо 45, но зловещей чертой этой меры было то, что проба, которая в течение приблизительно пяти столетий держалась на уровне $^{57}l_{10}$, была понижена до $\frac{5}{6}$. Так как чеканная цена была установлена в 40 шиллингов за фунт серебра новой пробы, что равноценно 48 шиллингам за фунт чистого серебра, то король собирал в свою пользу всю прибыль, проистекающую от понижения пробы и веса. Так как пошлина за чеканку была прежде только 1 шиллинг с фунта, то чеканная цена была 44 шиллинга за фунт старой стандартной пробы, и это весьма *близко* соответствовало ценности 48 шиллингов за фунт чистого серебра. Поскольку чеканная цена серебра не повышалась, это было признаком, что денежная единица не обесценивалась. Но тогда старые монеты оставались бы в обращении; новая чеканка была бы ограничена, и прибыль соответственно мала.

Война затянулась на три года и велась характерным для Генриха ГШ экстравагантным манером, стоив 2 135 тыс. фунтов стерлингов \ Самодержавие Тюдоров не могло бы удержаться без некоторой финансовой независимости от парламента. Генрих не мог предписать самому себе той бережливости, которая так характерна была для его отца и его дочери, и после того как награбленное монастырское добро было растратчено, он все глубже и глубже втягивался в понижение веса денег. В 1544 г. была начата новая чеканка пробы, и чеканная цена серебра возросла до 56 шиллингов за фунт чистого серебра, а в следующем году проба была понижена до $\frac{1}{3}$. Король, как сказал Джон Ренсфорд, был сделан «с красным и медным носом»,² так как лигатура, составляя двойное количество против серебра, придала монетам свою окраску. При чеканной цене в 56 шиллингов, стало выгодным расплавлять все серебро, отчеканенное до 1543 года.

В 1547 году смерть Генриха VIII передала бремя правления и его финансовые затруднения регентскому совету под председательством герцога Сомерсет, с титулом протектора; новый король Эдуард VI имел едва десять лет от роду. Первое выступление монетного двора при новом правительстве продолжало тот же стандарт в 48 шиллингов за фунт пробы $\frac{1}{3}$, но чеканная цена была повышена до 60 шиллингов за фунт чистого серебра. Эта цена, эквивалентная 55 шилл. 6 пенсам за фунт старого стандартного стерлинга, являлась свидетельством обесценивания на 20% металлической ценности счетных денег после 1543 г. Теперь было выгодно расплавлять монеты пробой $\frac{5}{8}$, чеканки 1543 г. Финансовые затруднения усилились благодаря возобновлению войны с Шотландией и Францией³. В 1549 г., быть может, с целью смягчить «красный и медный нос короля», проба была увеличена до $\frac{1}{2}$, а вес

¹ Burgon, «Life of Sir Thomas Gresham», приложение IV.

² Ruding, «Annals of the Coinage», т. II, с. 440.

* Военные расходы Эдуарда VI составили 1 366 тыс. фунтов стерлингов.

понижен на $\frac{1}{3}$ тан, чтобы сделать серебряное содержание монеты тем же, что и раньше. После 1545 г. шиллинг весил 120 гран и содержал 40 гран серебра; теперь вес был установлен только в 80 гран, а серебряное содержание составляло все те же 40 гран. Чеканная цена серебра между тем была повышена до 64 шиллингов за фунт чистого серебра.

Осенью 1549 г. пал Сомерсет, но новый протектор, герцог Нортумберлендский, не достиг какого-либо быстрого успеха. В самом деле, в 1551 г., хотя мир был восстановлен в 1550 г. и внимание было уже обращено к реформе чеканки, повторяется то же, что было раньше. Вес монет оставлен был тот же самый—из фунта чеканилось 72 шиллинга—но проба была понижена до l . Серебро покупалось монетным двором по 10 шиллингов за унцию чистого серебра, давая обесценение счетных денег на 60% сравнительно с ценой в 48 шиллингов за фунт, установленной в 1543 г. Но эта чеканка отличалась от остальной тем, что была ограничена в сумме. Она должна была быть достаточной, чтобы дать 160 тыс. фунтов стерлингов прибыли¹, а позднее было решено ограничиться 80 тыс. фунтов для уплаты королевского долга и 40 тыс. фунтов для укрепления Кале и Бервика. Казалось, что протектор надеялся восстановить финансовое равновесие—как предварительное условие возврата законности в чеканке. Если чеканная цена действительно соответствовала условиям рынка слитков, то давно была пора для этого возврата. Но было очевидно, что дальнейший выпуск денег пониженного веса и пробы, хотя бы строго ограниченный в сумме не мог не вызвать дальнейшего обесценения.

В то же самое время, когда этот последний выпуск узаконился, были действительно предприняты первые шаги в направлении восстановления старого стандарта в указе, датированном 30 апреля, коим текущая ценность всех неполноценных монет понижалась на 25%, так что тестон или шиллинг мог погасить долг лишь в 9 пенсов. Едва ли мог быть более несообразный ряд финансовых мероприятий. Доверие было почти исчерпано, и, несомненно, для того, чтобы облегчить поглощение нового выпуска монет пробы l , был выпущен в июле указ, налагающий жесточайшие наказания на всякого, кто «выдумывал бы, распространял, ворчал или измышлял каким-либо манером выдумки, новости и слухи» о дальнейшем снижении ценности денег. Однако в августе это дальнейшее снижение, простое сообщение о котором могло бы стоить несчастному распространителю слухов ушей, действительно вступило в силу, и тестон или шиллинг был понижен с девяти пенсов до шести.

К этому времени неполноценные монеты составляли значительную часть общего запаса денег, и уменьшить вдвое их ценность в значениях

¹ Чтобы получить прибыль в 160 тыс. фунтов, требовалось отчеканить денег по номинальной ценности на 288 тыс. фунтов. Согласно записи в журнале, короля Эдуарда VI от 6 сентября 1661 г. общий выпуск составил 130 тыс. фунтов

денежной единицы значило создать очень серьезное понижение предложения законных платежных средств. Следующим шагом было предписание монетному двору производить новую чеканку справедливой пробы, чтобы деньги циркулировали по их металлической ценности. Был принят стандарт в 11 унций 1 драхму (нежного меньше, чем старый стандарт в 11 унций 2 драхмы), и из фунта серебра этого стандарта чеканилось 60 шиллингов с пошлиной за чеканку в 1 шиллинг. Другими словами, чеканная цена $11\frac{1}{20}$ унций чистого серебра была понижена с 110 шилл. 6 пенсов до 59 шиллингов. Даже если прежняя цена была выше, чем та, которая действительно преобладала на рынке, то очевидно, что рост металлической ценности денежной единицы был чрезмерен. И вероятно, вследствие произвольности снижения текущей ценности неполноценных монет, оно оказалось немедленно эффективным. Герцог Нортумберлендский едва ли может заслуживать порицания за то, что он не возвратился к старому стандарту в 45 шиллингов за тройский фунт. Возврат к 60 шиллингам должен был вызвать достаточно лишений и нарушений, не говоря уже о потерях держателей неполноценных монет.

Вексельные курсы проливают дополнительный свет на влияние понижения веса денег. Главным международным центром для целей английской торговли и финансов был Антверпен. Ходячей монетой там был гульден в 20 штиверов, а единицей счета был фламандский фунт, равный шести гульденам, но разделенный на 20 шиллингов по 12 гротов или динариев каждый. Гульден содержал 396,674 аца¹, или 294,2 тройских грана чистого серебра, и вексельный паритет составлял 26 шилл. 10 дин. фламандских за 1 фунт стерлингов (на основе серебряной чеканки 1526—1543 гг.).

Сер Томас Чемберлен писал из Фландрии от 7 июня 1551 г., что после объявления о понижении номинальной ценности денег (т. е. после снижения тестона или шиллинга с 12 до 9 пенсов 30 апреля), курс упал с 15 до 14 фламандских шиллингов за английский фунт². Тестон содержал 40 гран чистого серебра. Когда он был понижен до 9 пенсов, он мог бы быть расплавлен только при условии, если бы цена чистого серебра была 9 шиллингов за унцию, а эта цена серебра (привела бы к тому, что фламандский вексельный паритет был бы равен 12 шилл. 1 дин. за фунт стерлингов. Неудивительно поэтому, что курс упал до 14 шиллингов. В августе, когда тестон был понижен до 6 пенсов, точка расплавления монет соответствовала бы цене чистого серебра в 6 шиллингов за унцию или курсу в 18 шилл. 14 $\frac{1}{2}$ динария. Курс, однако, поправился очень немного. Быть может население опасалось дальнейшего снижения текущей ценности неполноценных денег и неохотно держало их на руках. Во всяком случае, когда Томас Грешем отправился в качестве британского финансового агента в Антверпен в декабре 1551 г.,

¹ См. W. A. Shaw, «History of Currency», прилож. IV.

² См. Tytler, «History of Edward VI and Mary», т. I, с. 380.

курс все еще был не выше 16 шиллингов. Вновь введенная тоща чеканка повысила чеканную цену до 4 шилл. И пенсов за унцию серебра пробы 11 унций, 1 драхма, и 1 фунт стерлингов стал эквивалентным 20 шилл. 5 динариям фламандским. Даже еще в августе 1552 г. эта ставка все еще не вступила *в действие, ибо мы видим, что Грешем еженедельно требует в Антверпен 1 200 или 1 300 фунтов для поддержания курса, и он говорит, что купцы высказывали, что «прежде чем королевский долг не будет выплачен, курс будет держаться на уровне 13 шилл. 4 динариев, и я никогда не надеюсь увидеть этот день»¹. В апреле 1553 г. курс достиг 20 шилл. 4 динариев, и хотя он йотом упал до 19 шиллингов, а Грешем говорил, что должен был бы упасть до 13 шиллингов без его мероприятий по погашению королевских долгов, Грешем поднял его «за время двух бирж» до 19 шилл. 8 динариев. В августе 1553 г. в записке королеве Марии, спрашивая о продолжении своей службы, Грешем заявлял, что он должен поднять курс с 16 шиллингов до 22 шиллингов, «ради чего он еще остается». Быть может, Грешем действительно верил, что это улучшение курса обязано его собственному таланту в одурачивании или шантажировании английских купцов. Его махинации могли часто влиять на курс «во время двух бирж», но перманентное улучшение должно быть обязано и перманентным причинам. Со времени понижения тестона до шести пенсов за два года до этого в Англии наблюдался недостаток законных платежных средств, недостаток, который сам по себе становился все более и более ощутительным, по мере восстановления доверия я оживления торговли, и который не мог бы быть восполнен иным путем, кроме постепенного выпуска с монетного двора денег новой чеканки по 60 шиллингов за фунт. Курс поэтому должен был действительно подняться настолько выше нового паритета в 20 шиллингов 1 динарий, чтобы привлечь * 13

¹ Вероятно, 13 шилл. 4 динария, давая обесценение почти выше 50%, упоминались, как низшая точка, достигнутая антверпенским курсом. В отчете, представленном королеве Елизавете, при ее вступлении в 1558 г., Грешем говорил: «Если вашему величеству угодно узнать, то первый случай падения курса был вызван его королевским величеством—вашим покойным отцом, благодаря понижению пробы с 6 унций до 3, вследствие чего курс упал с 26 шилл. 8 динариев до 13 шилл. 4 динариев, и это было причиной, что все чистое золото было вывезено из вашего королевства». Здесь имеется некоторая ошибка, ибо «покойный отец» Елизаветы, Генрих VIII, никогда не понижал пробы монет до 3 унций. Ответственность за это возлагается на последнюю подделку Эдуарда VI. Ко времени вступления Эдуарда VI обесценение было еще умеренным, чеканная цена составляла 60 шиллингов за фунт чистого серебра. Антверпенский курс в 13 шилл. 4 динария соответствовал чеканной цене приблизительно в 98 шиллингов за фунт чистого серебра.

В этом отчете было попутно упомянуто то, что Маклеод в 1858 г. несколько поспешно назвал «законом Грешема», а именно тот принцип, что плохие деньги вытесняют хорошие из обращения, хотя он впоследствии нашел, что закон этот был известен до Грешема, по крайней мере, Копернику и Орезму. Нет данных для доказательства, что этот принцип не был известен другим даже в четырнадцатом столетии, когда жил Орезм.

«сребро из-заграшцы. В то время пошлина за чеканку ж препятствия передвижению благородных металлов создавали очень широкий разрыв между золотыми точками, и курс в 22 шиллинга вовсе не был очень высоким максимумом.

Действительно, возврат к металлическому стандарту был осуществлен. Обесценение стало фактом прошлого. Но прежний королевский < красный и медный нос > все еще был виде®. Неполноценные тестоны или шиллинги Генриха VIII весили 120 гран и содержали сначала 100, потом 60, а позднее 40 гран чистого серебра. Легкие шиллинги Эдуарда VI весили 80 гран и содержали сначала 40, а потом 20 гран серебра. Все они теперь ходили за шесть пенсов. Новые шестипенсовые монеты весили 48 гран и содержали 44,2 грана чистого серебра. Следовательно, в то время как старые тестоны, содержавшие 100 или 60 гран чистого серебра, должны были бы расплавляться, тестоны или шиллинги, содержавшие всего 40 или 20 гран серебра, все еще были переоцененными и все еще оставались в обращении. Опыт девятнадцатого и двадцатого века показал, что циркуляция переоцененных монет, ограниченных в количестве, может продолжаться без вреда для валюты. Но это зависит от доверия к благоразумию правительства и уважения к его законам. В шестнадцатом веке существование подобных монет ощущалось как опасность, и королева Елизавета вскоре после своего вступления решила исправить это.

Ее реформы начались с указа от 27 сентября 1560 г., который понижал текущую ценность тестонов, содержащих 40 гран серебра до $4\frac{1}{2}$ пенсов, а содержащих 20 гран — до $2\frac{1}{4}$ пенсов (другие монеты той же пробы снижались пропорционально). Население было обучено различать монеты по меткам монетного двора, и на местах были основаны учреждения для разрешения споров и маркировки сомнительных монет (стоивших $4V_2$ пенса — решеткой, а стоивших $2\frac{1}{4}$ пенса — собакой). В то же время была восстановлена старая стандартная проба ³⁷До (от которой проба Эдуарда VI в $22\frac{1}{240}$ не отличалась заметно). Поскольку следовательно 40 гран чистого серебра стоили 5,4 пенса, неполноценные монеты теперь были недооценены, и соответственно не было затруднений в приобретении их монетным двором. Потери, причиненные держателям, действительно, были существенно большие, чем это требовалось, и ответственная прибыль правительства была достаточна, чтобы покрыть все издержки перечеканки со значительным остатком.

Наконец, семнадцать лет спустя, после несчастного риска Генриха VIII, в Англии была не только металлическая валюта, но и металлическое обращение. Давно забытая проба $\frac{9}{10}$ была в действии; иностранный купец мог еще раз полагаться при определении ценности английских серебряных монет только на их вес. Металлическая ценность денежной единицы была понижена, однако, на 25 %, так как пенс весил только 8 гран вместо 10²Я Но эта единица практически находилась в действии с 1551 г., когда избыток неполноценных монет был извлечен быстрыми

методами герцога Нортумберлендского. Серебряные пенсы чеканились монетным двором весом по 8 гран с 1552 г. и сравнительная устойчивость антверпенского курса показала, что эта чеканка действительно управляла серебряной ценностью единицы. Возвращение к прежнему стандарту было бы весьма малой выгодой в сравнении с трудностями, которые могло бы причинить возвращение к прежнему стандарту веса.

Барыши елизаветинской перечеканки дают нам некоторые указания о распространении снижения веса монет. Перечеканенные неполновесные деньги весили 631 950 фунтов, и из них было отчеканено 638 144 фунта стерлингов¹. Средняя 'Проба была, следовательно, немного меньше $\frac{1}{3}$ в и следовательно в обращении осталось очень мало монет, содержащих даже 60 гран чистого серебра. Если бы монеты в среднем содержали 45 шилл. в фунте, то общая номинальная ценность неполноценных денег, о которых идет речь, должна бы быть около 1 700 000 фунтов стерлингов.

Этот период, середина шестнадцатого столетия, является концом средневекового недостатка серебра. Рудники Нового Света начали оказывать свое влияние. Старая система фиксирования заработной платы законом была уничтожена. Прежнее последовательное понижение ценности чеканки спасло Европу от непрерывного падения цен. Может быть, в Англии в 1543 г. оно едва было достаточно для осуществления этого. Но теперь, когда покупательная сила унции серебра упала, побуждения к понижению веса чеканки значительно уменьшились. Временные затруднения могли быть вызваны торговыми колебаниями; страна могла всегда лишиться своих денег путем покрытия пассивного торгового баланса, если бы цены слишком долго держались выше определенного \ ровня. Но при господствующем повышательном движении цен это становилось все менее вероятным. Действительно, за исключением совершенно ничтожного понижения веса серебряных монет в 1601 г., когда из одного тройского фунта чеканилось 62 шиллинга вместо 60, не был» дальнейших понижений 'веса в Англии, и хотя эти понижения веса были частыми во Франции в восемнадцатом веке, но и они превратились после фантазий Джона Лоу в 1720 г., и после этого не было значительных изменений в серебряном содержании ливра или франка до тех нор, пока они оставались валютной монетой.

Начало ХУП века было отмечено учреждением банков в Венеции, Амстердаме и Гамбурге. Главной функцией этих банков было снабжение устойчивыми и однообразными счетными деньгами для международной торговли. Эти банки определяли ценность всех многообразных золотых и серебряных монет, которые циркулировали в Европе, и брали на себя покупку их от торговцев, расплачиваясь за них кредитами, исчисленными в счетных деньгах, которые были названы банковскими деньгами. Как эксперты по установлению ценности чеканного золота и серебра, они выполняли функции, которые на Востоке принадлежали «менялам»..

¹ Rudin, т. III, с. 37.

Так как внутренняя ценность монеты зависит не только от ее веса, но и от ее пробы и так как ее рыночная цена даже в заграничных странах может быть существенно выше ее внутренней ценности, благодаря ее распространению в стране, где она выпущена, никто кроме эксперта не мог уверенно сказать, какой кредит должен быть дан за нее. Банки—Гамбургский, Амстердамский и Венецианский—однако были не только монетными экспертами, так как они не только оценивали монеты, но и покупали их. С другой стороны, они вовсе не имели характерных черт современных банков, так как они только предоставляли кредит за обмен за монеты или слитки; они не открывали кредитов в форме учета векселей и займов.

В Англии течение событий было иным. Лондонские купцы не имели официальных менял¹. Поэтому они обращались к торговцам слитками. Дело торговли слитками находилось в руках ювелиров, и устанавливалась практика доверять им излишки кассовых остатков. Ювелиры не были подчинены тем жестоким ограничениям, как континентальные банки. Подобно старым частным банкирам Венеции, они предоставляли кредит путем ссуды и учета векселей и не держали монеты и слитки в полной сумме их обязательств. Иногда предполагают, что ювелиры могли принимать на себя обязанности банкиров, так как они имели прочные помещения, в которых могли держать доверенные им деньги. Много более вероятно, что их знание торговли слитками особенно подготовило их к этой новой функции. Во всяком случае они извлекали пользу из своего искусного знания. Это они дали гинее² рыночную цену, более высокую, чем ее чеканная ценность. Это они извлекали незаконную прибыль, обрезая серебряные монеты или отбирая тяжелые монеты для экспорта или расплавки. В течение XVII века, когда и золото и серебро стали более изобильными, что особенно справедливо в отношении серебра, ценность золота по отношению к серебру неизменно возрастала. Чеканное соотношение резко изменялось в различных странах; каждая из стран в этом изменении отставала от других и начинала терять свое золото, а затем, быть может вследствие слишком высокого поднятия ценности золота, начинала временно терять свое серебро. Это справедливо в отношении Англии. Отлив золота был приостановлен в 1612 г. путем повышения соотношения до 13,3 по сравнению с 10,9, на котором оно стояло восемь лет тому назад. В течение тридцати лет золото, будучи переоцененным в Англии, импортировалось, а серебро отливалось из страны. Во времена Республики, когда отношение золота к серебру в европейских системах чеканки возросло выше 13,3, положение опять изменилось, и золото приобрело тенденцию уходить за границу. В 1663 г. вес золотой монеты был понижен, и из одного тройского фунта пробы 11/12 чеканилось вместо 41 — 44V₂ монеты по 20 шиллингов,

¹ Быть может, эфемерное восстановление Карлом I должности королевского менялы в 1626 г. имело в виду удовлетворение этой нужды.

называемых гинейми, но установленное этим отношение 14,5 было все еще слишком низким, и если бы соблюдалась номинальная ценность гиней, то весь запас золотых монет скоро был бы потерян. Ювелиры тем не менее были в состоянии просить какую угодно цену за золото. Им было предоставлено право платить своим вкладчикам серебром, которое было валютными деньгами, и они были в состоянии договариваться о большей цене, чем 20 шиллингов за гиней, если требовалось золото. Золото, будучи много более удобным орудием для крупных платежей, часто требовалось, и рыночная цена гиней держалась около 22 шиллингов. При такой высокой цене серебро было недооценено сравнительно с золотом. Ювелир, находя, что он мог бы продать свое серебро за границу за большее количество золота, чем внутри страны, не был расположен выплачивать полновесные серебряные монеты своим английским клиентам. Он припрятывал тяжелые монеты, чтобы немедленно расплатиться или экспортировать их, а расплачивался легкими монетами. Когда у него не оставалось легких монет, ему казалось жалко тратить тяжелые, и поэтому он обрезывал их и делал их легкими. Обрезанные деньги на практике циркулировали так же легко, как и те, которые были отчеканены легкими или понизились в весе вследствие изнашивания, и обрезывание давало большой добавочный барыш.

К 1690 г. плохое состояние серебряных монет вызвало уже некоторые опасения, и была учреждена парламентская комиссия, но ничего не было сделано. К этому времени, хотя большая часть серебряных монет были легковесными и негодными для экспорта, они не были обесценены. Обрезанные монеты и тяжелые монеты циркулировали бок-о-бок по ценности, равной серебряному содержанию последних. Рыночная цена серебряных слитков не отличалась много от их чеканной цены в 5 шиллингов 2 пенса за унцию, хотя теперь и потом, при особенном спросе для экспорта, она могла бы подняться до 5 шиллингов 3% пенсов.

Но в 1689 г. произошло новое событие. Англия, будучи включена в политическую орбиту Голландии, присоединилась к коалиции против Людовика XIV. Восемь лет войны, которые за этим последовали, привели к напряжению финансов всех воюющих стран, и одной из наиболее важных функций Англии было дополнение ресурсов крупнейшего финансового центра, Амстердама, вновь развитой кредитной системой Лондона. Лондонские ювелиры однако были довольно умеренными приверженцами правительства и войны. Хотя Карл II наполовину разорил их, отказавшись от своих долгов им, была опасность, что революционное правительство не признает долгов Стюартов, и их шансы вернуть свои деньги уменьшались, поскольку династия, которая ограбила их, была бы лишена трона. Результатом было то, что в 1694 г. был учрежден лондонскими купцами.¹

¹ Новые монеты, изготовленные после реставрации, не циркулировали, если они были обрезаны, так как они имели Чеканный край, отсутствие которого указывала на обрезывание. Они большей частью расплавлялись или экспортировались.

независимо от ювелиров, совершенно новый кредитный институт для снабжения правительства деньгами. Деньги в сумме 1 200 тыс. фунтов стерлингов были даны не правительству, а новому банку, который в свою очередь одолжил их правительству. Английский банк был учрежден законодательным актом и был уполномочен выпускать билеты на сумму, равную его капиталу в 1 200 тыс. фунтов стерлингов, а учитывать векселя и выдавать денежные ссуды. Схема была рассчитана на привлечение купеческих денег. Купец имел возможность открыть свой денежный ящик и предоставить находящиеся там звонкие монеты в распоряжение правительства, так как он мог надеяться на заем в банке, коль скоро ему опять потребовались бы наличные деньги. Ювелиры были обвинены в предоставлении займов на ростовщических условиях, и некоторые из них были весьма сомнительной состоятельности; кредитные облегчения, предложенные новым банком, позволили купцам использовать остатки наличных денег более эффективно, чем прежде.

Таким образом учреждение банка добавило 1 200 тыс. фунтов стерлингов бумажных денег к покупательной силе в обращении и в то же время позволило торговцам обходиться с меньшими остатками наличных денег, чем прежде. Результатом этого была инфляция. Если бы денежное обращение находилось в здоровых условиях, то последствием этого явился бы экспорт золота и серебра. Но не было полновесного серебра, и ювелиры могли устанавливать какую им угодно цену на золото. Деньги начали обесцениваться. Капитал банка был подписан 2 июля 1694 г., устав был утвержден 24 июля, и он немедленно открыл свою деятельность. Уже до окончания 1694 г. цены золотых и серебряных слитков начали подниматься немного выше, чем обычно. Гиней, которая обычно ходила за 22 шиллинга или меньше, повысилась в декабре 1694 г. до 22 шиллингов 6 пенсов; серебро, чеканная цена которого была 5 шиллингов 2 пенса за унцию, достигло в ноябре 1694 г. 5 шиллингов 5 пенсов. Гиней неуклонно возрастала в первой половине 1695 г. и достигла максимума в 30 шиллингов 14 июня. Серебро также росло, но не так сильно. Оно стоило 6 шиллингов 5 пенсов в сентябре. Ни серебро, ни золото не уклонились далеко от этого максимума в остальную часть года. Наиболее непосредственное значение имело то, что курс на Амстердам упал до 29, 28 и даже 27 при паритете в 37, т. е. курс имел учет от 22 и до 27%. Переводы из Англии в армию в Нидерландах теряли приблизительно четверть своей ценности на курсе.

Было очевидно, что единственным средством оставалась реформа чеканки. Но это представляло много трудностей. Должно ли было быть сохранено серебряное содержание фунта стерлингов или уменьшено? Следовало ли принимать обрезанное серебро по его номинальной ценности или, как при елизаветинской перечеканке, по ценности слитка,¹

¹ Подробности о ценах золота и серебра в ставках курса на Амстердам см. в книге Thor o ld Rogers, «First -Nine Years of the Bank of England».

или по некоторой средней ценности? Если оно должно было приниматься по ценности несколько выше ценности слитка, то какова должна быть эта стоимость и как она должна быть установлена? Назначенная в январе 1695 г., когда обесценение только начиналось, парламентская комиссия рекомендовала легкое понижение веса фунта стерлингов. Но з.то развивалось быстро, и правительство требовало отчета от секретаря казначейства Вильямса Лоундеса.

Лоундес приступил к исследованию аналогичных случаев в прошлом; он нашел, что существовал прецедент, зависящий от изменений в пробе чеканного серебра. Проба ³⁷/₄₀ поддерживалась из столетия в столетие, кроме несчастных исключений в царствование Генриха VIII и Эдуард VI. Отклонение от этой пробы, поддерживаемой так долго традицией, было бы почти бесчестным. «Все иностранцы, которые торгуют с нами, смотрят больше на внутреннюю ценность монет, чем на их внешнее наименование, и соответственно рассчитываются с нами. Если бы делались плохие деньги, то их внутренняя ценность была бы сомнительна или могла бы оспариваться». В самом деле, ценность английских серебряных монет больше не могла бы быть устанавливаема только по весу, и к нам больше не чувствовалось бы доверия.

Но хотя величина пробы имела такую долгую традицию за собою, Лоундес нашел что вес неоднократно понижался. Причиной, продолжает он, было то, «что всякий раз, когда номинальная ценность серебра в монете была или должна была быть меньше, чем цена серебра в слитке, монеты расплавлялись или должны были расплавляться». Это было в точности то, от чего страна страдала в 1695 г. Денежная единица счета оторвалась от металлического стандарта. Серебряные слитки расценивались по 77 пенсов за унцию, и шиллинги, содержавшие более ¹²/₇₇ унций стандартного серебра, неизбежно экспортировались или расплавлялись.

«Можно было предвидеть,— говорил Лоундес,— что продолжение выпуска серебряных денег (старых или новых монет) на прежнем сновании, тогда как серебро в слитках стало много дороже, неизменно приведет к последствиям, пагубным для страны; действительно, это будет не что иное, как снабжение преступников монетами для расплавки с чрезмерной прибылью и поощрение не необходимого, а насильственного и чрезмерного экспорта нашего серебра в заграничные страны только ради барыша, до тех пор, пока мы не будем иметь слишком мало или совсем не будем иметь серебра в Королевстве». Он таким образом рекомендовал, чтобы количество серебра в фунте стерлингов было бы уменьшено на ¹/₅, т. е. чтобы чеканная цена серебра была 77^ пенсов за унцию • вместо 62. Чтобы избежать расходов и неудобств перечеканки полновесного серебра, которое, как думали, все еще существует, хотя припрятанное и изъятое из обращения, он предложил, чтобы ценность монет скорее была увеличена, чем понижен их вес, так что бы шиллинг ходил за 1 шиллинг 3 пенса, крона—за 6 шиллингов 3 пенса и т. д.

Предложения Лоундеса были опубликованы и инзьяли знаменитый ответ известного философа Джона Локка. Этот ответ, замечательно характерно выражавший в Локке сильного англичанина, называл рост ценности монет пустою претензией). «Увеличение номинальной ценности не сделает или не сможет ничего сделать в этом случае, так как цена вещей и размеры торговли определяются количеством серебра, а не его наименованием; и люди оценивают товары и обменивают их по весу серебра, а не по названию монет». «Деньги отличаются от нечеканенного серебра только тем, что количество серебра в каждой монете определяется по наложенному на нее штампу, который, будучи наложен, является ручательством за ее вес и пробу». «Унция 'серебра в пенсах ли, гротах или 'кронах, стиверах или дукатонах, или в слитках есть и вечно будет равна ценности всякой другой унции серебра под каким бы то ни было штампом». Эта теория денег, которая ю большою пользою была воспринята, и ответ Локка сделали очень много для поощрения поддержки фиксированного металлического ставдарда в его дни и до сих пор. Но при всех своих • заслугах, ответ Локка имеет один дефект: он совершенно упускает из виду предел эмиссия. Если ценность серебряных монет зависела бы исключительно от количества содержавшегося в них серебра, то затруднения совершенно никогда не возникли бы. Лоундес, несмотря на свое покорное принятие средневековых прецедентов, мог видеть различие 'между «внутренней ценностью» и «внешним наименованием» монеты; между ее ценностью, после расплавки, так сырого материала промышленности, и ее ценностью, как законного средства погашения долгов. Он понимал, что обе ценности могли расходиться, что обрезанная монета могла содержать меньше серебра, чем соответствовал" ее номинальной ценности, а тяжелые моменты, напротив, больше; что цена серебра означала не что иное, чем цену серебра в серебре. Но несомненно он не подошел к концепции счетных денег, измеряемых по их покупательной силе, выраженной не только в серебре, но в товарах вообще,—к концепции денежной единицы, изменение в ценности которой означает изменение всех цен и заработной платы. Он доказывал, что если цена серебра растет, то это должно быть потому, что серебро является скудным вследствие, как рн говорил неблагоприятного торгового баланса. Н еще дальше он приписывает обрезанным или плохим деньгам «повышение цен не только на товары, но даже на пищу и на другие предметы необходимости простонародья, к его великому неудовольствию». Рост цен в серебре и рост цен в золоте были только симптомами общего роста цен или, другими словами, симптомами падения ценности денежной единицы. В наши дни подобное падение могло бы быть исправлено (по не без жертв) сокращением кредита. В 1695 г. такой метод не был швестен: если бы обрезанные деньги были изъяты и на их место выпущены полновесные деньги, серебро должно бы было экспортироваться до тех нор, пока недостаток денег не вызвал бы снижения цен. Лоундес предвидел экспорт серебра, хотя он и не видел, что оно решительно было бы

приостановлено падением цен. Локк оставался слепым в отношении этой опасности.

Локк, тем не менее, при всей неприемлемости его теории дал один аргумент, который достоин быть решающим. Бели бы деньги, говорит он, были повышены на V_5 , «это ослабило бы, если не окончательно разрушило бы общественное доверие, когда все, что было доверено населением и помогало нашим настоящим нуждам, по парламентским актам, в миллионах лотерейных билетов, банковском акте и других займах, будет уменьшено на 20% того, что было обеспечено этими парламентскими актами».

Со времени королевы Елизаветы обстоятельства изменились; денежные проблемы трансформировались под влиянием развития кредита. Англия начала играть руководящую роль в крупнейших континентальных войнах. Ее крупнейшие взносы коалиции, в которой она принимала участие, состояли тогда так же, как и в войнах против Наполеона и как в Великой войне, из имущества и морской силы. Чтобы использовать это имущество, было необходимо, чтобы ирашительство пользовалось доверием. Правительство стало крупнейшим из всех должников. Было ли бы безопасным понизить бремя правительственных долгов путем простого наименования 16 шиллингов фунтом? Если да, то где тот предел, который мог бы остановить этот процесс? Быть может, после того, как старые шиллинги циркулировали бы как «тестоны» по ценности 1 шиллинг В пенса в течение одного или двух лет, секретарь казначейства, подкрепленный еще одним прецедентом, мог бы убеждать, что ценность повысилась до 1 шиллинга 6 пенсов, до 2 шиллингов, в самом деле, до любой суммы без ограничения. Более того, национальный долг не являлся единственным новым обстоятельством. Средневековые понижения веса обычно осуществлялись, когда деньги были уже обрезаны и обесценены за долгий период времени. Первая попытка Эдуарда VI чеканить хорошее серебро по 60 шиллингов из тройского фунта была сделана семь лет спустя после первого выпуска серебряных монет 50 пробы; а успешная перечеканка в 1560 г. имела место семнадцать лет спустя после начала понижения веса Генрихом VIII. Но обесценение 1695 г. захватило каждого врасплох. В декабре 1694 г. цены гиней и серебра в слитках были почти нормальны. Е июню 1695 г. гиней повысилась на $\frac{x}{3}$, а к сентябрю серебро достигло своего (максимума) в 6 шиллингов 5 пенсов за унцию. Дать оценку результатам столь внезапного нарушения было вещь совершенно отличной от законного признания падения денежной единицы, которое уже твердо установилось в течение семнадцати или даже семи лет.

Дальше, оправданием средневековых понижений веса являлась устойчивость цен и заработной платы. Но цены и заработная плата стали гораздо более гибкими. Уже в 1695 г. было ясно так же, как несомненно и в настоящее время, что гораздо легче понизить металлический стандарт до денежной единицы, чем поднять денежную единицу до металли-

адского стандарда. Понижение металлического стандарда не включает и себе ничего больше, кроме объявления об изменениях в деноминации существующих денежных знаков. Повышение ценности денежной счетной единицы означает изменение всех цен и номинальных ценностей. Но в 1695 г. можно было быть уверенным, что торговля скоро приспособится к восстановленному уровню ценностей. Процесс этот неизбежно должен был бы быть неприятным, но поддержание устойчивого металлического стандарда стоило жертв.

Жертвы были очень серьезными. Только прямой расход казначейства бы, по тем временам, громаден. Лоундес вычислил, что серебряные монеты в обращении составляли 5 600 тыс. фунтов стерлингов, что из этого количества 4 миллиона фунтов стерлингов были вероятно обрезаны и имели серьезную недостачу в весе, и что стоимость восстановления этих 4 миллионов фунтов стерлингов до старого стандарта должна была составить 2 миллиона фунтов стерлингов. Действительная сумма, перечеканенная за 1696-1699 годы была не меньше чем 6 882 тыс. фунтов стерлингов. Лорд Ливерпуль, писавший в 1805 г., вычислил, что общий расход достиг 2 700 тыс. фунтов стерлингов.

Переходный период, пока имела место перечеканка, был полон опасностей и затруднений. В феврале 1696 г. ценность гинеи немедленно понизилась до 28 шиллингов, а позднее, как, например, после 25 марта—до 26 шиллингов; дальнейший акт от 10 апреля понизил ее до 22 шиллингов. Это мероприятие, само по себе, если бы оно осуществилось, скоро бы привело к вытеснению золота из обращения переоцененным обрезанным серебром, но оно сопровождалось распоряжением об изъятии серебра по номинальной ценности до 4 мая 1696 г. Затем последовал период крайних затруднений, когда торговля велась почти при отсутствии в обращении монет достоинством ниже полгинеи. Естественным последствием было то, что всякий, кто имел право требовать серебро из банков, из Английского банка, а также из банков ювелиров, начал делать это. Ювелиры сами представляли кучи банкнот Английскому банку для платежа. Маколей, цитируя Д'Ермitedжа, говорит, что это было результатом заговора и что директора на этом основании отказывались платить. Как бы ювелиры не были довольны, если бы могли увидеть своего врага, приверженца вигов, в затруднении, вряд ли потребовался бы даже маленький заговор для того, чтобы одновременно предъявить права на востребование серебра из банка в то время, когда они сами должны были стать втуник перед удовлетворением требований своих собственных клиентов. Результатом было то, что Английский банк должен был приостановить платежи наличными, за исключением тех отдельных платежей, которые он мог делать по мере постепенного выпуска новых монет. И пока новое серебро достигало сферы обращения, билеты Английского банка ходили с учетом в 16%. Этот учет продолжался, подвергаясь колебаниям, до сентября 1697 г., достигнув максимума в 24% в феврале 1697 г. Фактически до конца войны существовали две денежные единицы, одна основан-

пая на монете и другая на бумаге, и последняя, само собою, не подвергалась влиянию перчеканки. Существовали две котировки вексельных курсов, причем котировка в бумажных деньгах практически была так же неблагоприятна, как и прежде. Когда Английский банк, освободившись отзабот поисков денег для войны, преодолел свои затруднения и бумажные и металлические пены опять стали идентичными, курс на Амстердам опять стал неблагоприятен. От июля 1697 г. до конца 1700 г. он оставался в пределах 35:1 и 35:10, сравнительно с паритетом 37. Не было ничего похожего на положение, в котором он находился в 1695 г., но он обозначал, что счетные деньги никогда не были совершенно точно приспособлены к восстановленному серебряному ставдарду. Гинея правда, ходила регулярно по 21 шиллингу 6 пенсов, сравнительно с легальным максимумом в 22 шиллинга, но даже 21 шиллинг 6 пенсов было переоценкой. Вновь отчеканенное серебро постоянно отливало за границу, в точности как предвидел Лоундес. Как только ценность гиней стала постоянной, страна укрепилась на виртуальной золотой валюте.

В 1717 г., когда недостаток серебра сделался очень серьезным, Исаак Ньютон, занявший пост управляющего монетным двором, предупредил правительство, что если ничего не будет сделано, то серебряные монеты скоро будут котироваться с премией, т. е. что связь между счетными деньгами и металлическими опять будет нарушена. Он рассчитал, что для того, чтобы предотвратить переоценку золота, гинея должна быть понижена до 20 шиллингов 8 пенсов, и рекомендовал, что в крайнем случае она должна быть понижена до 21 шиллинга. Она была зафиксирована на уровне 21 шиллинга законом, и так как это все еще было переоценкой, то едва ли сколько-нибудь серебра было куплено монетным двором для перчеканки за целое столетие. Остаток монет Вильяма III, сохранившихся в обращении, становился все более и более изношенным, пока, наконец, в 1816 г. не была введена ограниченная чеканка переоцененных серебряных монет, с ограниченной законной платежной силой. Таким образом, в конце-концов серебряный стандарт, так горячо защищаемый Локком, никогда фактически не был восстановлен. Денежная единица счета, оставаясь постоянно ниже своей номинальной серебряной ценности, предполагала употребление золотого базиса. Однако аргументы Локка не пропали даром. Они были призваны на помощь в девятнадцатом веке в защиту золотой валюты более убедительно, чем в свое время в защиту серебряной валюты.

ГЛАВА XVII АССИГНАТЫ

Ближайшую параллель к Великой войне наших дней можно найти в войнах Французской революции и Империи. Несколько менее сконцентрированные и более перемежающиеся, эти войны тем не менее имели

равные с Ведшей войной ужасные отличительные черты экономической жестокости и общемирового значения. Экономическими соперниками были Франция и Англия. В обоих из них экономическое напряжение проявилось в серьезных денежных затруднениях. В отношении Франции эти затруднения были присущи главным образом ранним годам войны. Ассигнаты заняли свое место в истории, как классический пример бумажных денег, утративших вследствие чрезмерной эмиссии всякую ценность. После их окончательного крушения в 1796 г. французские финансы были возвращены к металлическому базису и оставались в таком положении до 1815 г. \ В Англии денежные затруднения начались как-раз тогда, когда они окончились во Франции. Ограничение кассовых платежей Английским банком произошло 27 февраля 1797 г. и продолжалось в течение всей (войны, окончившись только в 1819 г., четыре года спустя после заключения мира.

Выпуск французских ассигнатов в первый момент совершенно не был военным мероприятием. Непосредственным поводом для революции явилась финансовая безвыходность, в которую попало правительство. Министр за министром обнаруживали неспособность найти выход; дефицит увеличивался, и больше всего мешало всем попыткам сбалансирования бюджета освобождение от обложения аристократии и церкви. Поэтому, когда в 1789 г. были созданы Генеральные штаты, их специальной миссией было изыскание способов предотвращения банкротства, и даже в энтузиазме создания нового государственного строя эту настоятельную необходимость нельзя было бы обойти. Привилегии пали. Непопулярные налоги были отменены, а беспорядок и потеря доверия парализовали те налоги, которые были сохранены. В своем бескорыстном энтузиазме Учредительное собрание (вотировало компенсацию за убыток многих феодальных пошлин и за другие ограничения свободы, которые оно уничтожило, и ожидаемое сбалансирование бюджета оказалось еще более тщетным, чем прежде. Неккер, министр финансов, пытался заключить займы, но его займы были покрыты подпиской немного более, чем наполовину.

Снабжение непосредственными платежными средствами 'становилось настоятельно необходимым. Благодаря конфискованным королевским и церковным землям, государство стало владельцем имущества, более чем достаточного для покрытия дефицитов, накопленных за многие годы. Считали, что стоимость национальных имуществ равна была 3 500 млн. ливров^{1 2}, тогда как весь расходный бюджет составлял около 500 или 600 млн. и дефицит за 1789 год исчислялся в 140 млн. Была гарантия состоятельности; но проблема состояла в том, чтобы сделать ее немед-

¹ Французский банк неоднократно приостанавливал наличные платежи, но в те дни обращение его банкнот играло скромную роль в торговле страны. Значительно большая часть сделок заключалась в монете.

² Ливр был почти в точности эквивалентен франку, который занял его место в 1803 г., так что 1 фунт стерлингов = 25 ливрам.

ленно эффективной. Ряд форсированных продаж заставил бы пожертвовать значительной частью ценности этого имущества. В декабре 1789 г. собрание решило выпустить серии билетов или «ассигнатов» по тысяче ливров каждый, приносящий доход 5% в год, причем эти билеты должны были приниматься от покупателей в уплату за приобретаемые ими национальные имущества. Эти билеты были частью текущего долга; не будучи законным платежным средством, они не были бумажными деньгами.

Но и выпуск неразменных бумажных денег в действительности был уже осуществлен. Билеты Учетной кассы, института, учрежденного Тюрго в 1776 г., были в августе 1788 г. обращены в денежные знаки с принудительным курсом. Неккер был принужден последовать примеру своих предшественников в позаимствованиях из кассы, и в ноябре 1789 г., когда принудительный курс этих денег был продолжен до 1 июля 1790 г., долг правительству кассе достиг 155 миллионов. Первые ассигнаты были в значительной степени учтены Учетной кассой и таким образом создали базу для эмиссии билетов, обладающих законной платежной силой¹.

Первый выпуск ассигнатов, которые сами являлись законным платежным средством, был декретирован в апреле, причем сумма, выпуска была установлена в 400 млн. Эти ассигнаты приносили 3 % дохода; они были выпущены купюрам в 200, 300 и 1000 ливров. С самого начала они циркулировали с учетом приблизительно в 5%. В сентябре 1790 г. был декретирован дальнейший выпуск в 800 миллионов, на этот раз беспроцентный. Этот выпуск был настоящими деньгами, и старый выпуск был переведен на то же самое основание прекращением процентов по нему с октября. Общий итог разрешенной эмиссии составлял таким образом 1 200 млн., но в этот промежуток времени национальные имущества продавались, и ассигнаты, полученные за них, все сжигались. Учет однако возрос до 10%. Неккер вычислял, что общая сумма металлических денег во Франции пять лет тому назад достигала 2 200 млн., и на первый взгляд казалось удивительным, что бумажное обращение, несколько меньшее, чем 1 200 млн., должно было упасть столь существенно ниже паритета. Воспоминания о крахе бумажных денег Джона Ло в 1720 г. и недоверие к новой системе правления могли содействовать обесценению. Но главной причиной этого, казалось, должны были быть крупные купюры ассигнатов. Минимум в 200 ливров не был удержан в сентябрьском выпуске 1790 г., были выпущены ассигнаты по 50 ливров, но их было сравнительно мало. Поскольку ассигнаты не выпускались в купюрах, удобных для выплаты заработной платы, сфера их обращения была очень ограничена, и было естественно, что когда выпуск их достиг суммы, равной половине всего денежного запаса страны, они должны были подвергнуться учету. В первые месяцы 1791 г.

¹ Stourm, «Finances de l'Ancien Regime et de la Involution», с. 265—270.

-значительное затруднение испытывалось из-за недостатка мелких разменных денег. Даже ассигнаты по 50 ливров ходили с премией, сравнительно с ассигнатами более крупных купюр. В мае, когда учет достигал 15%, был разрешен выпуск 100 млн. ассигнатов купюрами по 5 ливров для замещения равной суммы ассигнатов более крупных купюр. За этими лянп. тивровыми билетами началась стремительная погоня, и спекуляция быстро установила па них премию.

Быть может, если бы замена крупных банкнот мелкими продолжалась до тех пор, пока продолжался спрос, и не производилось бы новых выпусков крупных ассигнатов, вся эмиссия могла бы быть выправлена. Но декретом от 28 июня был разрешен дальнейший выпуск 600 млн., и они скоро начали вступать в обращение. В течение двух лет и двух месяцев, с 1 мая 1789 г. до 1 июля 1791 г., публичные расходы составили 1 719 млн., из которых не более 470 млн. было покрыто доходами. Дефицит составлял таким образом около 1 250 млн., и он увеличивался изо дня в день. Чтобы покрыть этот днфицит не было других источников, кроме бумажных денег.

Не было повода к установлению конечного лимита обращения. Каждый последующий декрет предписывал этот лимит, но никто не ожидал, что этот лимит будет продолжать действовать и никто не удивлялся, когда он повышался. В ноябре 1791 г. ассигнаты все еще стоили 82% их номинальной ценности \ по все возрастающая инфляция, отягощаемая приближением войны, быстро обесценивала их. Война с Австрией была, объявлена © апреле 1792 г. В июне ассигнаты упали до 57%. К началу августа общий объем обращения ассигнатов (за вычетом изъятых из обращения) был установлен в два миллиарда, и на этот раз были выпущены ассигнаты купюрами по 50, 25, 15 и 10 су. В сентябре однако имело место некоторое оздоровление. В августе пала монархия. Сентябрь ознаменовался сентябрьскими кровопролитиями, созывом Конвента, объявлением республики, позорным отступлением пруссаков от Вальми. В этом богатом событиями месяце ассигнаты достигли 72%, той же величины, что в январе, и оставались приблизительно на этом уровне до конца года. Было ли это 'признаком возрождения доверия? Окончательный разрыв с монархией и всеми ее увертками и шатаниями и установление правительства настоящих республиканцев могло казаться крупным достижением, но опасность анархии должна была тяжело перевешивать на другой стороне. Все же кажется более вероятным, что падение летом было чрезмерным. Оно было результатом спекуляции, которую экономика не могла оправдать. 1792 год был годом крупной кредитной экспансии, годом, в котором торговое оживление в Англии было вполне очевидным, и соответственное падение ценности золота, и серебра ¹

¹ Таблица к закону от 5 мессидора V года (23 июня 1797 г.), дающая среднюю ценность 100 ливров ассигнатами в звонкой монете на каждый месяц, приводится у Courtois, Histoire de la Banque de France, etc.

или рост цен на товары должно было отразиться в росте ценности бумажных денег, которые сами не участвовали в экспансии. Это пример весьма обычного феномена, смягчение обесценения денег в одной стране ■ в силу наступления кредитной экспансии в другой. Но поток бумажных денег во Франции был таков, что реакция английского рынка могла, только замедлить падение; она не могла вызвать действительного роста выше уровня, отмеченного на начало года.

В январе 1793 г. Людовик XVI был гильотинирован, и была объявлена война Англии. Укрепление курса ассигнатов, вызванное процветающей торговлей в Англии, закончилось внезапным и разорительным кризисом. Вексельные курсы чрезвычайно сильно обратились в пользу Лондона, но не больше, чем курсы на Париж. Курс на Париж был приблизительно равен ценности ассигнатов; так как золото требовалось преимущественно для экспорта и было поэтому более ценно в Лондоне, чем в Париже, то здесь вообще была более высокая премия на валюту, чем на луидоры. В декабре* 1792 г. 100 ливров ассигнатами стоили 72 ливра монетами. Курс на Лондон в среднем составлял в ноябре $19\frac{5}{8}$ пенса, а в декабре $18\frac{9}{16}$ пенса. Так как паритет был $28\frac{3}{4}$ * пенса за экю в 3 ливра, то ассигнаты в течение этих двух месяцев стоили 68,3% и 64,6% своей паритетной ценности в значениях фунтов стерлингов. В январе 1793 г. ассигнаты упали до 51%, а курс — до 16 пенсов. После сильных колебаний ценности, казалось, совершенно рухнули. Средняя за июнь составляла 36, а за август—22. Курс в июне был $9\frac{7}{16}$ пенса, а в августе $6\frac{1}{2}$ пенсов. Правда, кратковременно, 2 августа, курс был только $4\frac{1}{4}$ * пенса, или достигал едва 15% паритетной ценности. Столь серьезное обесценение взывало о помощи. Свободная торговля драгоценными металлами делала постоянное снижение ценности явно очевидным, и декрет от 11 апреля запретил покупку золота или серебра с премией и установил, что все денежные обязательства являющиеся обязательствами, подлежащими оплате в ассигнатах; если платежи производились звонкой монетой, то последняя должна была идти по паритету. Но было невозможно исправить иррав дога, тряся его за хвост, и премия на звонкую монету быстро -росла.

Но обесценение в августе 1793 г., хотя и умеренное сравнительно с тем, которое произошло годом или двумя позднее, было все же более чем капризом спекуляции. Это было большим кризисом революции. Опасность новых врагов, появляющихся на каждой границе, бедственное положение армий, измена генералов, начало гражданской войны, паралич новой и еще неокрепшей конституции, основанной на систематическом ослаблении исполнительной власти, -соединились, чтобы угрожать новому режиму. Любовь к своей стране, не меньше, чем любовь к -своей -свободе, побуждала французов собираться вокруг тех вождей, которые были готовы отваживаться на все. Якобинцы были введены с абсолютной властью в Комитет общественного спасения; конституционная партия—

жирондисты, которые были воплощением революционных добродетелей, но были слишком робки и умеренны для такого отчаянного кризиса, были брошены в тюрьму, чтобы вскоре быть убитыми первыми в том дьявольском счете законных убийств, которые мы называем царством террора. Ассигнаты, легальный статус которых абсолютно зависел от революции, страдали в своей ценности от опасностей, угрожавших стране и правительству. В действительности премия на золото и серебро не могла более открыто устанавливаться, и падение вексельных курсов являлось делом весьма малой практической важности для страны, которая находилась в состоянии войны почти со всей Европой. Но одно последствие обесценения нельзя было игнорировать. Бесконечный рост цен предметов первой необходимости причинял острую нищету и недовольство и вызвал о помощи. Весной 1793 г. якобинская оппозиция принудила нерешительное жирондистское правительство издать закон, предписывающий максимальную цену на зерновые хлеба, а когда якобинцы сами пришли к власти, то этот принцип был распространен путем последовательных декретов на все предметы первой необходимости, включая не только пищу, но и тйашг, кожу, топливо, дрова и т. д. (Декрет от 29 сентября 1793 г.).

Якобинцы достаточно ясно видели, что для того, чтобы восстановить порядок в финансах, необходимо понизить сумму бумажных денег в обращении. Ассигнаты, остающиеся в обращении, после вычета тех из них, которые были изъяты путем продажи национальных имуществ, достигали теперь 3 776 млн. Три мероприятия были предприняты к понижению этой суммы. Ассигнаты с изображением короля, выпущенные в обращении до падения монархии, предполагались находящимися на руках у королевских приверженцев, и эти ассигнаты, купюрами свыше 100 ливров, общей ценностью в 558 млн., были лишены денежной силы. Они потеряли свою законную платежную силу, но временно были прищмаемы в уплату недоимок по налогам или по покупке национальных имуществ. Должны были быть собраны недоимки по налогам, достигавшие от 500 до 700 миллионов. И принудительный заем, исчисленный по доходам, должен был быть выпущен и был рассчитан на доход в один миллиард. Не было надежды на обычное сбалансирование бюджета, но при помощи этих ресурсов излишек бумажных денег мог бы быть во всяком случае понижен.

В августе апрельский закон, принуждающий к использованию ассигнатов как орудий платежа, был усилен. Продавать монеты или устанавливать различие между монетами и ассигнатами в каких бы то ни было сделках, или отказываться от платежа в ассигнатах, или торговать ассигнатами с учетом—все это стало преступлением. Декретом от 8 сентября была установлена смертная казнь.

Здесь фактически имели место деньги с принудительным курсом. В некоторые периоды мировой истории такие суровые способы справедливо осмеивались экономистами, как неосуществимые и яедействитель-

иые. По Франция, в награду за «вое подчинение террору и ужасные жертвы, получила во всяком случае преимущества сильного правительства, правительства, которое могло организовать победу и спасти республику, правительства, которое могло сделать реальностью принудительный заем, скалу максимальных цен или закон о платежных средствах. Экономическое или неэкономическое регулирование могло быть обойдено или игнорировано пр жирондистах или позднее при Директории, нс- при терроре ¹ даже о экономическим регулированием нельзя было шутить. Перспективы Франции и перспективы революции рели. В ноябре 1793 г. ассигнаты стоили 33%, или на 50% выше панических расценок в августе. В декабре они подскочили до 48%. Тьер сообщал, что они поднимутся даже до паритета и что по крайней мер они могут быть заметно выше 48%, что было средней расценкой за месяц. Подобно низкому уровню в .августе, этот рст был отчасти искусственным. Золото и серебро сами были понижены в ценности, вследствие закона против припрятывания; скрытые сокровища подлежали конфискации, половина в пользу .правительства, половина в пользу доносчика. Звонкая монета и иностранная валюта одинаково требовались правительству для покупки предметов снабжения за границей, что являлось важной потребностью вопреки тому, что война препятствовала коммерческим сношениям.

Правительство взыскивало часть налогов не в ассигнатах, а натурю. Другие предметы снабжения реквизировались по установленным ценам. Реквизировались не только прдметы военного снабжения, но даже население Парижа кормилось реквизированным хлебом. Однако, несмотря на все рквизиции и сделки натурой, были неизбежны и огромные затраты деньгами. Крайние мероприятия сами разрушали прдприятия, не было свободных рынков, крме как для прдметов роскоши, .но и время было не для предметов роскоши. Обычные источники доходов были почти исчерпаны. Управление самым важным земельным налогом было неблагоприятно пердано местным учреждениям, которые не были заинтересованы в его сборании. Дефицит покрывался беспрестанным добавлением к разршенному выпуску ассигнатов. В своей речи 4 ноября 1794 г. Камбон, министр финансов, исчислял, что расходы в 1792 г. составили 1 800 млн., а в 1793 году—2 млрд, и что они повысились до 300 миллионов в месят К этому времени сумма ассигнатов в обращении повысилась до 6 400 млн., и они все еще стоили 24% своей номинальной ценности.

Наконец, пришло некоторое облегчение напряжения; круг врагов был победоносно разрушен; не было больше необходимости подчинять каждый частный интерес абсолютной воле исполнительной власти. Террр действительно погиб от своего собственного успеха. Победа принесла безопасность, и дальнейшей опасностью, более ненавистной, стали убийства, совершаемые жестоким фанатизмом Робеспьера и мстительной бесчеловечностью его злых коллег. С падением Робеспьера 9 Термидора (июль 1794 г.) террор прекратился, но военная, экономическая и поли-

тическая система Комитета общественного спасения не пришла немедленно к концу.

Поскольку речь идет об экономической системе, первым важным шагом была отмена закона о максимальных ценах 24 декабря 1794 г. Максимальные цены оказывали парализующее действие на торговлю. Никто не желал продавать, и товары должны были силой отбираться из рук торговцев и проталкиваться на рынок правительством. Будь ограничения цен отменены, каждый сразу захотел бы возобновить свою торговлю. Но тогда еще не было современного опыта, и в результате имела место запутанная неопределенность цен и орша спекуляции.

Это и произошло во Франции в 1795 г. Еще в сентябре 1794 г., за три месяца до действительной отмены закона, жаловались, что максимум не может далее сохраняться. В то же время говорили, что товары имеются в изобилии¹. Раз население видело, что максимум просто запрещает ему покупать и что, если бы можно было обойти закон, то оно могло бы иметь все то, что могло бы оплатить, система была осуждена. Но отмена закона дала свободу силам, действие которых не было предусмотрено. Торговцы, которым было уплачено ассигнатами за все то, что они были принуждены продать за прошедшие восемнадцать месяцев и которые были не в состоянии что-нибудь купить, потому, что никто не хотел продавать по максимальным ценам, усиленно спешили затратить все свои бездеятельные деньги на пополнение запасов. Пропорционально тому, как торговцы спешили затратить свои деньги, цены стремительно летела вверх, и пропорционально росту цен торговцы становились более нетерпеливыми в превращении денег в товары и в собирании прибыли от почти неограниченного роста, который они предвидели. Эта внезапная расточительность остатков наличных денег затопила рынок ассигнатами и произвела бешеное обесценение.

И это обесценение ассигнатов в сравнении со звонкой монетой стало теперь ясным и очевидным. Временно, правда, запрещение сделок в звонкой монете легально оставалось в силе. Но даже до отмены максимума спекулянты начали продавать золото и серебро, как «нанкин» или «муслин», и полиция была бессильна запретить эту торговлю². 'О отменой максимума был издан декрет от 2 января 1795 г., разрешавший экспорт звонкой монеты при условии, что в обмен будут импортированы необходимые жизненные продукты. Этим не разрешалась торговля звонкой монетой с премией, но открывалась дверь к котировкам; цен в звонкой монете. Раз монета стала законно признанным средством платежа при покупках заграничных товаров, ее место как мерило ценности было вое-

¹ Aulard, «Paris sous la Réaction Thermidorienne», т. I, с. 91. Эта работа, содержащая ежедневные рапорты парижской полиции о состоянии общественного мнения и т. д., вместе с извлечениями из газет, дает неоценимый материал для изучения последовательных фаз в развитии ассигнатов.

² Ibid., I, с. 139 и 165.

³ Ibid., I, с. 179.

становлено, я почти немедленно мы находим тут и там показатель ста, что 'закон против различных цен не соблюдался. Если это было еще исключением в самом Париже, то в сельских округах страны, даже совершенно близких к Паржу, это скор стало правилом \

К концу февраля 1795 г. обесценение, хотя и продолжавшееся, все же не было заметно ускоряющимся. В самом деле, тогда как ассигнаты упали с 28% в октябре до 20% в декабре, они все еще оставались на уровне 17% в феврале. Тем не менее это был самый низкий уровень, упоминаемый до сих пор и представлявший падение наполовину с момента смерти Робеспьера, семь месяцев тому назад. Такого серьезного снижения не было с лета 1793 г. В конце февраля 1795 г. Конвент обратил серьезное внимание на эту проблему. Камбон, министр финансов, предложил лотерею гигантских размеров, обсуждалось множество других проектов, из которых все преследовали цель собрать крупную сумму денег в ассигнатах и изъять полученные таким образом бумажные деньги из обращения. Принцип был тот же самый, что и при принудительном займе 1793 г., но очарование решимости ушло. Различные планы были рекомендованы Комитету финансов, я пока Комитет рассуждал, умирание ассигнатов приближалось быстрыми шагами. В апреле, когда докладчик Комитета Жоанно представил свой доклад, бумажные деньги стоили немного меньше 10% своей Номинальной ценности. В докладе было большое количество различных предложений. Его общая тенденция была направлена к большей свободе. Торговые сделки разрешались при всяких способах платежа как металлом, так и бумажными деньгами; биржи в Париже и повсюду должны быть открыты. Ценность серебряных слитков в ассигнатах должна была определяться официально и ежемесячно (публиковаться). Окончательное количество в 3 200 млн. ассигнатов должно было быть изготовлено, но не должно было немедленно выпускаться, а находиться в резерве, и после этого стереотипные доски должны были раз и навсегда быть уничтожены. Национальные имущества должны были оплачиваться ассигнатами по их серебряной ценности. Должен был быть учрежден земельный банк для выпуска нового вида ценных бумаг и п о т е ч н ы х л и с т о в , обеспеченных в определенной части национальными имуществами; эти листы не явились законным платежным средством, но могли передаваться по индоссаменту и приносили доход из 3% годовых.

Значительная часть этих предложений была утверждена 25 апреля. Звонкая монета была объявлена «товаром». Биржи были открыты. 3 200 млн. ассигнатов были разрешены (хотя печатные доски не были уничтожены и этот выпуск был далек от последнего!).

Дискуссия возобновилась в мае. Член Комитета Реффрон выступил с предложением, установить автоматическое падение ценности ассигнатов на 1% в месяц. Это вызвало бурю среди якобинцев, и резолюция, исклю-

¹ A u l a r d , «Paris sous la Reaclión Tharmidorienn?», m. I, c. 420, 480, 490.

чающая из порядка дня всякое предложение в направлении демонетизации ассигнатов, была принята радостными криками. Быть может предложение Реффрона не было так серьезно, и реальной целью его было провести предложение фиксировать ценность ассигнатов в серебре согласно рыночным котировкам. Это последнее предложение, которое несомненно имело характер демонетизации, так как оно разъединяло ассигнаты от счетных денег и не устанавливало лимита для их расхождения, не обсуждалось.

Возрастающее смятение якобинской партии разразилось в открытое насилие в последние дни мая, и дискуссия по докладу Жоанно была прервана. 21 мая в разгар волнений, согласно краткому сообщению в газете «Moniteur», закон, объявлявший звонкую монету товаром, был опять отменен.

Спокойствие было восстановлено, опоры о деньгах и финансах возобновились. 4 июня был издан закон, устанавливающий систему вкладных листов. Тот же закон объявлял, что единственными законными деньгами являются ассигнаты и монеты с изображением республики. Действие различных законов, относящихся к звонкой монете, не очень легко было уничтожить. По тем или иным причинам, торопливая отмена 21 мая закона, объявлявшего звонкую монету товаром, кажется никогда не имела какого-нибудь действительного значения. По крайней мере, биржевая торговля золотом и серебром никоим образом не была затронута, и в конце августа был утвержден закон, предоставлявший парижской и остальным биржам монополию торговли драгоценными металлами «в монете, слитках или изделиях». Наконец, 21 марта 1796 г. «Moniteur» опять сообщал, что «закон, который объявлял золото и серебро товаром, был отменен». Возможно, что закон, от 4 июля, который не признавал других металлических денег, кроме тех, которые были отчеканены республикой, был понят как легализующий торговлю луидорами и экю старого режима, а также слитками и иностранной валютой. Республика волотом не чеканила, чеканка же серебра была назначительной (только 32 млн. франков к маю 1797 г.).

Операции с ипотечными листами были неудачны. В самом деле, какой выгоды могло ожидать население, ссудившее свои деньги, от обратного получения их в ассигнатах? Никакое предложение займов не могло иметь успеха у населения до тех пор, пока заимодавцы не были застрахованы от бесконечного обесценения денег, в которых они имели право получить платеж. Когда было оставлено предложение фиксировать ежемесячно ценность ассигнатов в серебре, эта часть доклада Жоанно утратила всю свою пользу.

Во всяком случае было слишком поздно. Критические месяцы были уже потеряны. Ассигнаты, которые стоили одну шестую своей номинальной ценности, когда Кашбон делал свой доклад в феврале, и одну десятую, когда Жойнио делал свой в апреле, теперь стоили едва одну пятнадцатую, и ценность их весьма сильно колебалась и быстро падала. Якобинцы од-

нако оставались поборниками бумажных денег, которые спасли Республику. Конвент обратился к общественным землям, которые всегда рассматривались как обеспечение ассигнатов. Все, что требовалось для восстановления ассигнатов, это—сделать их разменными на требование на это обеспечение. Но нельзя было сказать, что держатель некоторой суммы ассигнатов имел право на какое-либо определенное количество земли. До сих пор земли продавались с аукциона, и цена росла, поскольку ассигнаты обесценивались. Этому процессу нельзя было поставить никакого предела, и продать землю тому покупщику, который предложит высшую цену, значило явно дать меньше земли, чем было первоначально предположено. Исчисления 1790 г. давали базис для фиксации цены земли, и декрет 29 мая устанавливал, что земля продается на условиях семидесяти-пятилетней капитализации годового дохода 1790 г. или, иными словами, в три раза дороже ее капитальной стоимости. Церковные и королевские земли, конфискованные в 1789 г., стоили 3 500 млн.; земли эмигрантов, конфискованные в 1792 г., должны были стоить на 2 млрд. больше¹. Продажи к этому времени исчислялись в 3 600 млн. бумажными деньгами (из которых около двух третей еще оставалось неуплаченными). Сделав скидку на рост ценности в бумажных деньгах, получим, что непроданная доля могла бы быть достаточной для извлечения из обращения многих миллиардов излишних ассигнатов. Во при современной ценности ассигнатов земля продавалась только с трехлетней капитализацией или приблизительно по своей реальной годовой доходности, и благодаря всему этому обязательства государства несомненно не могли быть покрыты. Якобинцы не могли согласиться на такую жертву наиболее ценным имуществом Республики. Декрет был скоро отменен, и основанные на нем продажи аннулированы (7 июня). Эта обманчивая игра не содействовала восстановлению доверия к ассигнатам. 7 июня ливдор в 24 ливра котируется в 585,13 он подскочил до тысячи, 15—скапился до 600, а 16 даже до 450. Положение становилось отчаянным. Как могли бумажные деньги, подверженные таким бешеным капризам, вообще употребляться как орудия платежа?

Одним из недостатков положения было то, что публичные доходы уменьшались пропорционально обесценению ассигнатов. Было достаточно трудно собирать налоги, и недоимки достигли чудовищной величины, но когда ассигнаты стоили 5, 4 или даже 2% своей номинальной ценности, деньги едва ли стоило собирать. В июне был издан закон, устанавливающий для ассигнатов поступающих в уплату налогов пониженную ценность, составляющую такую же долю их номинальной ценности, какую фиксированная сумма в два миллиарда составляла от суммы, действительно находящейся в обращении (с округлением вниз на неполные 500 миллионов). Чтобы избежать возлагаемых этим законом притеснений землевладельцев, которые уплачивали с собственности, сдаваемой ими в аренду, то же правило было распространено на ренты, уплачиваемые по арендованным землям.

¹ Stourm, *Finances de l'Ancien Regime et de la Revolution*, гл. XXX.

Нито не могло бы демонстрировать лучше потерю ассигнатами своей основы, чем построение пропорциональной таблицы. Было исчислено, что в 1789 г. в обращении находилось два миллиарда звонкой монеты и 700 имлн. бумажных денег. Некоторое количество звонкой монеты несомненно было укрыто внутри страны во все время террора, несмотря на закон против укрывателей. Если провал в денежной системе, подлежащий заполнению ассигнатами, принять за два миллиарда, тогда 6 400 млн., находившихся в обращении в ноябре 1794 г., которые стоили 1 500 млн. по 24% от их номинальной ценности, были почти достаточны для восполнения этого провала. Ко времени доклада Жоанно в апреле в Обращении находилось приблизительно 8 млрд., которые при курсе в 10% представляли только 800 млн. звонкой монетой. В июне в обращении находилось 13 м.трд., и средняя за месяц ценность ассигнатов была только 3,38%, так что вся эмиссия стоила не более 440 миллионов.

Пока Конвент дебатировал и передавал проекты законов обратно Комитету и издавал и отменял многоречивые декреты, ассигнаты практически перестали быть орудием платежа и сделались просто объектом спекуляции. Сельское население выражало свое презрение к ассигнатам, называя их «парижским серебром»¹. Парижские лавочники отказывались давать сдачу с ассигнатов крупных купюр или иногда даже совершенно принимать их на том основании, что сельское население отказывалось принимать платежи в бумажных деньгах за свои продукты². Конвент существовал до конца октября, но в течение последних месяцев его внимание было занято выработкой конституции и подготовкой к вступлению нового правительства. Денежные вопросы были предоставлены свободному течению событий, и доверие в ассигнатах не подкреплялось ни соглашением переплаты в металлической ценности, ни вычислением законных скидок в значениях хлеба. Премия на звонкую монету росла то быстро, то медленно; иногда она временно падала, но всегда не надолго. В начале сентября высшая вотировка—тысяча, которой луидор достиг в течение су-дорожных движений июня, была превзойдена. Оставаясь в течение многих недель на уровне от 1 100 до 1 200, луидор в середине октября устремился вверх. В последние дни перед вступлением в силу новой конституции с ее исполнительной Директорией и законодательным корпусом из двух палат, котировки бешено колебались вверх и вниз. 26 октября было достигнуто 2 000, 28—2 750, 29—3 450. 30 октября биржа открылась курсом 2 600, в течение дня курс повышался до 3 450, и биржа закрылась курсом 3 150, а 31 курс опять был 2 450³. Количество бумажных денег в обращении увеличилось до 19 млрд., и при курсе луидора в 3 тыс. это было равноценно только 150 миллионам звонкой монетой.

Писавшие по вопросу об ассигнатах отметили очень много об удивительных ценах, по которым покупались и продавались товары за этот

¹ Aulard, 1 Juillet 1795 г.

² Ibid., 20 Juin 1795 г.

³ См. ежедневные биржевые котировки в «Moniteur».

период. О них действительно достаточно оказать, что они были пропорциональны росту ценности звонкой монеты. Другими словами, они были в пятьдесят раз выше своего нормального уровня (в сентябре и во сто раз и более к началу ноября. Эти цены реально существовали в Париже и в других местах, где правительственные расходы постоянно поддерживали новое снабжение ассигнатами. В Париже ассигнаты, «парижское серебро», действительно были орудием платежа. Но даже -в Париже развивалась система регулирования цен товаров ценою золота, установленной на бирже \ От установления различных цен купцы и фермеры в провинции перешли к отказу от приема ассигнатов совершенно. Страна решительно возвращалась к металлическому обращению. Вотировки вексельных курсов на бирже со времени, когда они начались прошлым летом, постоянно показывали чудовищную прибыль на импорте золота. Премия на луидоры п на иностранные золотые монеты была значительно больше, чем премия па. заграничные векселя. В сентябре и октябре эта разница достигла 20%; до конца января 1796 г. она держалась на уровне 10%^{1 2}.

Когда Директора Пришла к власти в начале ноября, она обратила ■свое внимание на денежное обращение. 6 декабря она внесла свое первое важное предложение. Должен был быть выпущен принудительный заем, оплачиваемый звонкой монетой или слитками, или зерном, или ассигнатами, принимаемыми в 1 % их номинальной ценности, посредством которого надеялись собрать 400 млн. звонкой монетой и извлечь из обращения 20 млрд, (считаемых как 200 миллионов) ассигнатами. Ассигнаты должны были стать разменными на звонкую монету по той же ставке в 1 %; изготовлению ассигнатов раз и навсегда должен был быть положен конец; печатные доски должны были быть уничтожены 19 февраля. Но в этот промежуток времени правительство не могло оставаться без всяких финансовых ресурсов, и ему было разрешено продолжать изготовление ассигнатов, пока общий размер эмиссии не достиг фантастической цифры в 40 миллиардов ³. Были возбуждены крупные надежды, и, когда декрет о принудительном займе был утвержден, луидор, который котировался свыше 5 тыс., упал за два дня до 3 500. Режим ассигнатов ясно приближался к своему концу. Правительство, правда, все еще покрывало свои обязательства в ассигнатах. Однако жалование на гражданской службе было повышено уже в тридцать раз (28 ноября). В декабре было постановлено, что половина таможенных пошлин должна уплачиваться звонкой монетой. Оценка ассигнатов в 1% могла бы послужить хорошим мостиком, посредством которого правительство могло бы перейти, как частные торговцы практически уже (перешли, к металлической валюте.

¹ Aulard, т. II, с. 470.

² Серьезное влияние этого факта на английское денежное обращение изложено в следующей главе.

³ «Фантастической» тогда, но очень скромной сравнительно с некоторыми банкнотными эмиссиями, которые мы видели за последние годы.

Но Директория была ограничена в своей свободе законодательной властью, главным образом якобинской. Это не внушало доверия. Даже при курсе в 1% ассигнаты все еще были переоценены, и правительственно не могло начать размена их на звонкую монету по этому курсу. Действительно, практически ни одной монеты не поступало в его руки. Продолжение существования бумажных денег в какой-либо форме оказалось абсолютно неизбежным, и ближайшим шагом было изобретение новой эмиссии бумажных денег, которые были бы абсолютно застрахованы от обесценения. Ассигнаты, хотя по предположению должны были быть обеспечены общественными землями, не давали держателю права на какую-нибудь отдельную долю этого обеспечения. Новые билеты, «территориальные мандаты» (16 марта 1796 г.), предоставляли держателю право получить по требованию землю по фиксированной оценке двадцатидвухлетней капитализации годовой доходности 1790 г. (или по восемнадцатилетней капитализации для построек). Хотя такая денежная система встретила многие возражения, но все же можно доказывать, что до тех пор пока предложение земель остается неисчерпанным, обесценение может быть предотвращено. Комитет нижней палаты (совет пятисот) внес поправку, делающую ассигнаты разменными на территориальные мандаты по курсу в одну тридцатую их номинальной ценности, и повысил сумму выпускаемых мандатов с 600 до 2 400 млн. Если одна сотая была слишком высокой оценкой ассигната, то одна тридцатая была невозможна. Луидор упал, правда, ю 7 тыс. до 5 300 за один день и до 4 800 еще за один день, но он скоро поднялся почти до 6 тысяч. Если бы он был оценен в мандатах по 720, это было бы просто повторением июньского фиаско 1759 г., когда Еонвент, неспособный отстоять продажи национальных имуществ при условии двух-или трехлетней капитализации, аннулировал эти продажи обратным законом.

Новые деньги, когда они вышли, состояли не из мандатов, но из «промесс на мандаты» (установленных 19 марта). «Расписки», или правительственные обязательства уплатить наличными деньгами, находились уже в обращении с промадным учетом, и обязательства уплатить мандатами не могли быть в лучшем положении. Неделью за неделей, месяц за месяцем население желало знать, когда появятся подлинные мандаты. Промессам был придан характер денег с принудительным курсом, и они могли быть употребляемы на уплату первого взноса по покупке земли, по очевидно "правительство не могло собраться с духом принять на себя обязательство платить землей по требованию. Между тем котировки мандатов падали и падали. В начале апреля они стоили не более 20 %, к концу апреля только — 12 %, к концу мая упали до 5 %, в июне повысились до 10% и снова упали в июле даже ниже 5%. Хотя им был придан принудительный денежный курс и было объявлено, что золото и серебро не являются больше «товарами», мандаты никогда не получали такой же акцептации, как ассигнаты. В то время как луидор котиrowался на бирже в ассигнатах, он никогда не котиrowался в

мандатах; мандаты котиrowались в звонкой монете, как если бы они сами были товаром. Ассигнаты, пока, они держались, действительно были базисом счетных денег; по мере того как они теряли основание, металлическая валюта заняла их место, и новое значение долгов и расчетов, Исчисленное в монете, вступило в силу. Мандаты были предназначены, подобно всяким бумажным деньгам, занять место звонкой монеты, но ни один торговец, который тревожился за свою торговлю, не воспользовался бы преимуществом закона (23 марта), который делал соглашения об иных формах платежа, кроме мандатов, не подлежащими исполнению в судах. Временно оставались в действии два вида счетных денег, один — (вытекающий из звонкой монеты, и другой — из ассигнатов, причем оба эти вида соприкасались друг с другом путем ежедневных котировок луидора. Но даже фиксированное как 30 : 1 отношение между мандатами и ассигнатами никогда не приводило в пользованию третьим видом счетных денег, вытекающим из мандатов.

В денежных вопросах счетные деньги являются фундаментальным пунктом. Разница между высокими и низкими ценами является сама по себе только разницей в номенклатуре; она приобретает значение только через соотношение цен к ранее существовавшим долгам. Даже ставки заработной платы, движение которых отстает от движения цен — что является одним из наиболее серьезных зол инфляции, — суть только частные случаи долго®, исчисленных в счетных деньгах. Договор о службе 'создает каждый день долг нанимателя нанявшемуся, и сумма долга может быть приспособлена к изменениям покупательной силы денежной единицы только путем пересмотра договора. Достойно замечания, что пока парижские рабочие оплачивались обычно ассигнатами, не было жалоб на безработицу; высшие цены (всегда приписываемые мошенничеству спекулянтов) вызывали непрерывное неудовольствие. В начале 1796 г., когда ассигнаты полностью уступили дорогу звонкой монете, безработица стала одним из главных оснований недовольства. Но если договоры о заработной плате были не легко приспособляемы к денежной единице, которая обесценивалась на половину каждые два или три месяца, то торговые договоры были брошены в еще худший хаос.

Конвент не был в состоянии совершенно обойти этот вопрос. В июле и декабре 1795 г. были изданы чрезвычайные законы, приостанавливающие право (выкупа или замены годовых платежей и воспрепятствующие должнику погашать долг до наступления надлежащего срока. Ликвидация ассигнатов в феврале 1796 г. потребовала в некотором роде справедливого приспособления договоров. Бели мандаты должны быть равноценны звонкой монете и дожи должны были уплачиваться этим новым платежным средством, то совершенно несправедливое бремя было бы возложено на тех, кто заключил контракт в период обесценивания, платить ассигнатами. Если человек обязался в декабре 1795 г. уплатить 10 тыс. ливров ассигнатами, тогда стоившими приблизительно 60 ливров звонкой монетой, должен ли он платить 10 тыс. ливров май-

датами тремя месяцами позднее? Бели он должен будет платить меньше, то сколько должен будет заплатить человек, заключивший контракт в декабре 1794 г., когда 10 тыс. ливров стоили 2 тыс., или в декабре 1793 г., когда они стоили 4 800? 4 апреля 1796 г. был издан закон, устанавливающий определенную скалу обесценения. Каждый долг должен был быть выверен согласно ставке, относящейся к сроку, когда он был заключен. Это в принципе было уступкой должникам, и в виде некоторой компенсации кредиторам эта скала ни в одном пункте не делала скидки в полной степени обесценения, которое фактически преобладало. Так в марте 1795 г. предписанная ставка была 40%, а действительная ценность ассигната не более 13,28%. После января 1796 г. она была 2%, а действительная ценность ассигната только около $\frac{1}{3}\%$.

Крушение промесс на мандаты подняло ту же самую проблему, но в более острой форме, так как падение до 4% совершилось в течение четырех месяцев. В июле было решено, что с этого времени мандаты даже правительством должны приниматься только по их рыночной ценности, которая периодически должна была официально сообщаться. Наконец, закон 4 февраля 1797 г. лишил денежной силы все бумажные деньги, остающиеся в обращении, и разрешил прием мандатов в уплату налогов и частичного погашения платежей по покупке общественных земель по курсу в 1 % от их номинальной ценности \

После многих споров согласование долгов было достигнуто в принципе законом От 23 июня 1797 г., который постановлял, что обязательства, возникшие между 1 января 1791 г. и 29 мессидора (17 июля 1796 г.), должны быть снижены против своей металлической ценности, согласно таблицам обесценения, которые были установлены отдельно для каждого департамента Франции. Это постановление отличалось от закона 4 апреля 1796 г., когда должны были быть ассигнаты ликвидированы, тем, что оно принимало металлическую ценность и ничего больше за основу Долга. Потребовалось дальнейшее издание многих законов в 1797 и следующем году, чтобы распутать многие осложнения, которые возникали на практике².

Одним из последователей краха промесс на мандаты было то, что большое количество ассигнатов оставалось в обращении. Повидимому, сумма циркуляции в любую единицу времени никогда в действительности не достигала разрешенного максимума в 40 миллиардов. Наивысшей точкой, как говорят, было 32 миллиарда. Результат пршудитель-

¹ Стои г ш. т. Ц, с. 327.

² Относительно этого законодательства п всего вопрос! в целом см. *Tableaux de Dépreciation du Papier-monnaire* Cdit.'s avec une introduction, par Pierre Caron, 1909. Я обязан статье «De franska assignaternas avlöshning» проф. Е. F. Heckscher'a, которая появилась в «*Ekonomisk Tidskrift*» в 1921 г., за указание на одну или две опечатки в отношении упомянутых выше законов, как они цитируются в первом издании E. L. Hargreaves дал прекрасное описание осложнений, возникающих и ли ликвидации долгов, в своей книге *Restoring Currency Standards* (P. S. King, 1926).

пого займа был обманчив; к январю 1797 года было получено только 6% миллиарда¹. Значительная доля ассигнатов должна была, таким образом, быть обменена на промессы на мандаты в отношении 30 : 1. Но не было никакой выгоды делать это, и большая часть эмиссии осталась в обращении до общего аннулирования бумажных денег в феврале 1797 года.

Конец мандатов был концом революционных бумажных денег. Но это не значит, что правительство платило звонкой монетой. Подрядчики получали «ordonances», держатели ренты получали две трети своего капитала в «bons des leux tiers mobilisés» и проценты на остальную треть в «bons d'arrérages»; реквизиции для армии оплачивались «реквизиционными бонами». Все это были обязательства уплатить звонкой монетой, но обязательства с неопределенным сроком платежа. Иногда путем подкупа и других обманных средств держатели могли получить следующий им платеж, ссылаясь на крайнюю нужду. Иногда они должны были ждать. Подобно ассигнатам и мандатам, эти документы могли быть употребляемы в платеж за национальные имущества. Подобно им они обесценивались (хотя не совсем в той же самой степени). Но была одна существенная разница: эти документы не были законным платежным средством. Договоры заключались исключительно в металлических деньгах, и капризы правительственных финансов больше не расстраивали счетных денег. Таким образом был приготовлен путь для здоровой системы, введенной Наполеоном.

Много было написано о заблуждениях, присущих эмиссии ассигнатов. Предполагалось, что они будут «основаны» на общественных землях, но фактически они не были разменны ни на землю, ни на что-либо иное, имеющее ценность. Не было определенного соотношения между общей ценностью публичных земель и общей суммой циркуляторных средств, потребных французскому населению. В действительности, продажа капитального имущества, подобного земле, так же ограничена, как и выпуск займа, в своей способности добровольного привлечения сбережений от населения. Крах займов Неккера в 1789 г. доказывал, что излишки сбережений не были действительными, обычные доходы были исчерпаны, и инфляция была единственным ресурсом, остающимся для получения платежных средств.

Так как история ассигнатов иллюстрирует почти все возможные фазы в злоупотреблении бумажными деньгами, период их падения является в некоторых отношениях наиболее интересным и поучительным. В самом деле, изумительно, что их агония была так длительна. Как могло произойти, что население все еще желало пользоваться бумажными деньгами год или больше после того, как монета фактически была восстановлена в своем положении основного орудия обмена? Правительство несомненно настаивало на платеже бумажными деньгами, но как

¹ Стоигт, т. II с. 384.

случилось, что (население было склонно принимать их '(за исключением несчастных рантье, которым нечего было 'выбирать)? Вероятным объяснением будет то, что некоторая часть населения желала спекулировать на том, что правительство будет склонно что-то предпринять для 'Спасения ассигнатов. Якобинцы всегда оставались верными деньгам революции. Обычные политические лидеры, откровенно говоря, свободно меняют свои мнения, и никто не порицает их за отказ от политики, за которую они 'боролись. Но партия, которая подкрепляла «вою политику кровопролитием, не могла так легко отказаться от своего прошлого. Допустить, что все или какие-нибудь из поводов, за которые 30 тыс. мужчин и женщин были преданы смерти, были ложными, значит принять на себя слишком огромное бремя виновности. Якобинским лидерам вероятно не нравилось быть прозванными «кровопийцами» со стороны своих противников, и это был неприятно действующий политический лозунг. Чтобы сохранить самоуважение, они были вынуждены утверждать, что нее, имя сделанное, было действительно необходимо, что меры, принятые во 'время террора, спасли республику, и все беды, которые потом последовали, были обязаны скорее слабости их преемников, чем их собственным ошибкам. Из наступавшей на них неумолимости и вытекала та верность якобинцев ассигнатам, которая подавала надежду спекулянтам. Рантье, подрядчики, правительственные служащие и другие, которые оплачивались ассигнатами, не держали их дольше, чем необходимо; даже недельное промедление могло вызвать ощутительную потерю. На бирже и у лавок в саду Равенства те, которые торопились освободиться от этих портящихся денег, могли продать их спекулянтам, которые были готовы купить их в расчете на удачу политических успехов якобинцев. Шум против спекулянтов был беспрестанный и напряженный. Но только спекулянты оказывали хоть какую-нибудь поддержку ассигнатам, когда все другие дискредитировали их, расходуя их в тот же момент, как только они были получены.

Якобинцы неоднократно прилагали усилия, чтобы оправдать надежды спекулянтов. Эфемерный декрет от июня 1795 г. о продаже земель па основе семидесятипятилетней капитализации доходности 1790 г. был •один из примеров; обмен ассигнатов на мандаты по отношению 1 : 30 дает другой пример.

Мы видели, как сокращалась совокупная металлическая ценность ассигнатов в обращении. С1 500 млн. в ноябре 1794 г. она опустилась годом позднее до 150 млн., а к концу едва достигала 100 миллионов. -Но даже в этой низкой сумме 'большая часть их по всей вероятности к этому времени находилась в обладании спекулянтов, так что количество ассигнатов, используемых для целей денежного 'обращения, было очень мало. ¹⁷

ГЛАВА XVIII

БАНКОВСКАЯ РЕСТРИКЦИЯ 1797 ГОДА

Денежные затруднения в Англии глубоко отличались от таковых во Франции, так как имели место при высоко развитой кредитной системе, которой уже финансировались крупные торговые и промышленные организации и непрерывность работы которой не нарушалась никакими революционными взрывами. К кредитному содействию, доставляемому Английским банком крупным лондонским кушам, добавилось содействие провинциальных банков, оказывавших те же услуги всей провинциальной Англии. Эти банки, подобно Английскому бапку, выпускали банкноты. Они принимали также депозиты, но чеки еще не вошли настолько в общее употребление, чтобы сделать вклад на текущий счет удобным орудием платежа. Развитие банкового дела естественно не было свободно от таких неприятных проявлений неустойчивости кредита, как периодические финансовые кризисы. Один из таких кризисов произошел в 1783 г., и после промежутка в десять лет кредит был в состоянии опасной инфляции, когда объявление войны с соответствующей переоценкой ценностей в январе 1793 г. ускорило наступление другого кризиса. В это время банкноты Английского банка не имели хождения в скольконибудь значительной (Степени на большом расстоянии от Лондона, но провинциальные банки держали часть своих резервов® или в банкнотах Английского балка или во вкладах, хранимых в лондонских банках. Не было банкнот частных банков купюрами ниже 5 фунтов стерлингов (до 1795 года) я Английского банка — ниже 10 фунтов стерлингов. Серебряных монет было очень немного, а для наиболее важной цели — уплаты заработной платы и для розничных покупок — золотая монета (гинеи и полутеней) была необходима, и отличительной чертой кризисов всегда был настоящий спрос на золото в Английском банке для отсылки его в провинцию. Законы против ростовщичества, ограничивающие (процент по займам 5%, были серьезным препятствием к действительному контролю кредита. В 1793 г. Английский банк прилагал усилия, чтобы бороться с кризисом путем рестрикции кредита; он отказывал в выдаче ссуд. Истинным результатом этого явилось то, что состоятельные фирмы оказались под угрозой банкротства. Правительство вмешалось и получило определенные законом полномочия выдавать ссуды купцам. Эти ссуды выдавались не наличными деньгами, которые само правительство могло получать только от Английского банка, но казначейскими векселями. Купец, обремененный запасом товаров, под которые ни один банкир не одалживал денег, таким образом снабжался документом, который он мог учесть. Получив возможность займа, он мог бы допустить падение своего кассового остатка, и спрос на гинеи

смягчился 52. В конце концов; г.~ сумма в 2 202 ~~тысячи~~ фунтов стерлингов, авансированная правительством, была уплачена заемщиками.

К началу войны не было сколько-нибудь заметного финансового напряжения правительства. Фискальный год в то время кончался в октябре. В 1792/93 г., который включал восемь месяцев войны, очень мало денег было получено займы, а в 1793/94 г. занято было только около 10 млн. (общая сумма доходов составляла около 18 —19 млн.). В течение 1794/95 г. начались затруднения. В этом году дефицит, покрытый займами, составлял 20 млн., помимо гарантированного займа в 4 600 тыс. фунтов стерлингов в пользу Австрии, а в последующем году потребовалось занять уже 25 млн. В то время такие займы создавали серьезное напряжение национальных ресурсов. Время от времени Питт был вынужден требовать ссуд в Английском банке. Банк был готов широко идти навстречу правительству, как он это делал и раньше во время войны. Но весной 1795 г. вексельные курсы показали неблагоприятную тенденцию, предвещавшую дурные последствия. Господствующая практика финансирования войск в чужих краях осуществлялась путем векселей, трассируемых на генерала-казначея или на казначея флота и оплачиваемых Английским банком. Постоянная оплата новых векселей, для совершения которой правительство не делало никаких особых запасов, была причиной возрастающего недоверия к Банку и заставила директоров обратиться с повторными протестами к Питту,— с протестами, которые становились тем настоятельнее, чем вексельные курсы становились все более неблагоприятными. Директора убеждали его, чтобы максимальная сумма неуплаченных сумм для покрытия этих векселей во всякий данный момент не превышала 500 тыс. фунтов стерлингов. На практике это был идеал, никогда недостижимый: по временам эти авансы превышали 2 млн. фунтов стерлингов.

В этот период наиболее важными лондонскими курсами были курсы на Гамбург и на Лиссабон. Лиссабон был важным потому, что большая часть нового предложения золота шла из рудников Бразилии и направлялась через Португалию. Гамбург был важен как крупный промежуточный пункт для торговли Северной Европы. В нормальное время курс на Париж был точно так же важен, но хотя война и не делала неизбежным нерерыв котировки валют между воюющими странами (и, действительно, парижский курс регулярно отмечался в Лондоне с 1803 по 1815 год), но эта валюта не котировалась между октябрём 1793 г. и апрелем 1802 г. Амстердам был захвачен французами в 1795 г.

Германия и другие страны, для которых Гамбург являлся коммерческим центром, имели серебряное денежное обращение, и Гамбургский банк давал кредит только за серебро, золото же покупалось на гамбургском рынке как товар. Таким образом в Гамбурге не было реального валютного паритета с Лондоном. Для целей котировок существовал предполагаемый паритет цены золота — шесть «марок банке» (или 96 штиверов) за золотой дукат. Эта цена, делающая отношение между

золотом и серебром равным 14,74:1, была слишком низка. В 1795 г. это отношение достигало 15% :1, каковое отношение и было установлено во французской чеканке Валлоном за десят лет до этого. Лондонский курс отмечался в шиллингах и гротах¹ банке за фунт стерлингов (шиллинг в 12 грот был равен 6 штиверам или % марки banco). При курсе 96 штиверов за дукат золото в одном фунте стерлингов стоило 34 : 2 banco. При соотношении 15(2 : 1 оно стоило 35 : 11. При скидке процентов за 2% месяца, вексель на Гамбург был в паритете, когда курс был немного выше 36. В 1795 и 1796 гг. низшая цена золота, отмеченная в Гамбурге, была 98% штиверов, что делало валютный паритет равным 35. За первый квартал 1795 г. курс в среднем составлял 35 : 7; во втором квартале он упал до 33:10%, а в третьем он был не больше чем 32:5У2. В октябре лиссабонский курс, паритет которого был 67У пенсов за мильрейс, возрос до 71%, представляя приблизительно такое же крупное обесценение стерлингов, как и в Гамбурге.

В конце-концов, в целях самозащиты, директора Английского банка, признав, что нужды правительства должны оставаться главенствующими, решили, что они должны ограничить учет торговых векселей, и 31 декабря 1795 г. они приняли резолюцию, ограничивающую общую сумму векселей, подлежащих учету каждый день для своих клиентов, но не для правительства. Бели в какой-либо день векселя, представленные к учету, превышали в совокупности установленный лимит, то часть векселей, представленных каждым претендентом, должна была быть возвращена, ему на руки. Кроме ссуд правительству, это прокрустово ложе снижения суммы учитываемых векселей давало Банку возможность полного контроля над кредитом, и в то же самое время ссуды правительству (из которых достойные порицания ссуды под казначейские векселя в действительности составляли весьма скромную долю) сами постоянно снижались. Превышая в декабре 1795 г. 12' млн. фунтов стерлингов, они снизились в сентябре 1796 г. меньше, чем до 9 млн. фунтов. Лишь в октябре 1796 г. вексельные курсы восстановились, но даже и тогда Банк не оправился от отлива золота. Наконец, в феврале 1797 г. появились признаки кризиса. Вторжение паники ускорило его, и золотой запас Банка, уже серьезно 'опустошенный напряжением предыдущих двух лет², начал быстро улетучиваться. Правительство пришло к заключению, что Банк не мог бы устоять перед напряжением, и получило парламентский акт. приостанавливающий оплату банкнот звонкой монетой.

Быть может, этот кризис несет свое объяснение в самом себе. Не правы ли были директора Банка, когда они вновь и вновь принуждали Питта понизить его требования на краткосрочные ссуды? Нет сомнения, они были правы, придавая этому так много внимания, но анализ дей-

¹ Грот — монета в 4 пенса (*переводчик*).

² Он составлял 6 3/4 млн. в августе 1794 г., 2 1/2 млн. в декабре 1796 г. и упал до 1 V, млн. на 25 февраля 1797 года.

ствительных колебаний этих ссуд показывает, что объяснение кризиса не в них. В 1793 г. — первый год войны—они в среднем были немного выше 9 млн. фунтов стерлингов. В 1794 г. они были ниже, составляя в среднем около 7,5 млн. фунтов стерлингов. К началу 1795 г. они быстро росли и превысили 11 млн. фунтов, и, за исключением временного роста до 12,8 миллиона фунтов стерлингов в декабре 1795 г., они колебались между 8,7 и 11,5 млн. фунтов стерлингов до момента приостановки платежей звонкой монетой в феврале 1797 г. В моменту кризиса эти ссуды составляли 10,6 млн. фунтов стерлингов. Так как в 1791 и в 1792 гг., в мирных условиях, ссуды правительству превышали 9 млн. фунтов, то совершенно очевидно, что они могли бы возрасти до 11 или 12 млн. фунтов во время войны, без всякой угрозы финансовым катаклизмом. Правда, директора Банка были правы, настаивая на ограничении ссуд, но в то же время необходимо признать, что Пит в сущности соглашался с их требованиями. Хотя ненадлежащие векселя, выдаваемые на границу, постоянно превышали условленный лимит в 500 тыс. фунтов, общая сумма ссуд не была чрезмерной.

Но что особенно возбуждало директоров Банка в это время, это то, что такая крупная часть денег, собранных правительством, была истрачена за границей или на субсидии или гарантийные займы союзникам, или на поддержание собственных вооруженных сил.

Профессор Зильберинг произвел в высшей степени ценное статистическое исследование в своих статьях о «Финансовой и денежной политике Великобритании в течение Наполеоновских войн»¹ и он показал, что действительная общая сумма переводов для британских армий в Европе и для субсидий и т. д. в заграничные государства составила 5,3 млн. фунтов в 1794 г., 9,4 млн. фунтов в 1795 г. и 4,5 млн. фунтов в 1796 г. Несомненно, эти переводы должны были оказать неблагоприятное влияние на курсы, влияние, усилившееся в 1796 г. исключительным импортом заграничного зерна, на счет которого проф. Зильберинг добавляет 2,5 млн. фунтов к переводам за этот год.

Но если принять во внимание смягчающее воздействие результатов военных налогов и займов уменьшающих затраты налогоплательщиков, внешние займы и совращение внутренних инвестиций, величина внешних затрат окажется недостаточной для объяснения кризиса. Пока военные расходы финансировались настоящими деньгами, полученными путем уменьшения частных расходов, а не инфляционными банковскими кредитами, влияние даже крупных переводов за границу должно было быть умеренным. Оно не должно быть больше, чем влияние инвестирования той же самой суммы за границу в мирное время^{1 2},

¹ «Quarterly Journal of Economics» т. XXXVIII, февраль и май 1924 г.

² Проф. Зильберинг возражает против этого принципа на том основании что «капитал отликает за границу в мирное время потому, что там имеется избыток получаемой прибыли; переводы должны делаться в крайних обстоятельствах войны, независимо от условий капитального рынка» (loc. cit. с. 232). Это различие однако

Френсис Беринг, писавший в 1797 г., устанавливает, что военный заем 1796 г. был покрыт подписчиками недостаточной финансовой состоятельности, которые «обращались к циркуляции, к операциям па заграничных рынках и к другим приличествующим средствам, могущим помочь им оправдать их платежи, благодаря чему оказывалось некоторое влияние на вексельные курсы, но еще большее на ставку процента в стране, которая скоро превысила тот уровень, который законом допускается к взиманию». До тех пор, пока займы получались от населения, которое не могло оплатить их без позаймствований, должна несомненно проявиться тенденция к нездоровым условиям. Но если подписчики преуспевают в получении заграничных кредитов, как утверждает Ф. Беринг, влияние на курсы было бы благоприятным по крайней мере до тех пор, пока заграничные кредиты не требуются обратно. И во всяком случае нарушение курсов произошло задолго до того, как военный заем 1796 г. был вылушен.

Критики Банка порицали директоров за ограничение учета векселей. Банк ограничивал учет векселей для того, чтобы сдерживать эмиссию своих банкнот. Некоторые свидетельские показания перед секретным комитетом Палаты лордов, назначенным непосредственно после кризиса, утверждали, что спрос на гинеи был обязан этой причине. Торговля должна иметь некоторые платежные средства; этими платежными средствами должны быть банкноты, но если они не появляются, то единственной альтернативой будет спрос на гинеи. Провинциальные банки, говорилось, ограничили свою эмиссию из симпатии к Английскому банку, и вследствие этого начался отлив золота. Этот аргумент очевидно не верен. Гинеи извлекаются из Банка в обмен на банкноты. Правда, что ограничение возможностей заключать займы заставляет торговцев держать большие наличные остатки, но эти остатки точно так же могут заключаться в кредите, как и в деньгах. Опрос на золото в обмен на кредит должен быть обязан одной или всем из трех причин — потребности в золоте для экспорта, потребности в золоте, как орудии мелких платежей, особенно платежей заработной платы, или потере доверия к банкам. Потеря доверия к некоторым из провинциальных банкнот легко могла иметь место; банкротства среди них были достаточно частым явлением. Банкноты Английского банка не циркулировали в значительном количестве вне Лондона, и потому такая потеря доверия к местным банкам привела бы вероятно к спросу на гинеи. Но эта потеря доверия сама требует объяснения.

Почему тогда банки должны были испытывать затруднения? Почему золото должно было экспортироваться? Почему должен был иметь место

не является реальным. Раз инвестор решил послать капитал за границу, то давление на курс будет в точности то же самое, как если бы правительство было принуждено послать ту же сумму за границу. Инвестор посылает капитал из своих «излишков», но, пока нет инфляции, правительство создает излишки в своих руках налогами п займами.

спрос на гиней для внутреннего обращения? Никакие мелкие и мало-важные моменты не будут достаточны, чтобы объяснить столь крупный кризис.

Дело в том, что финансовое положение Англии даже в 1797 г. не может быть надлежащим образом изучено изолированно от финансового положения на континенте. В первые два года войны вексельные курсы были очень благоприятны для Лондона. Это был период террора во Франции, когда ассигнаты усиленно вталкивались в обращение 'всеми жестокостями Комитета общественного спасения, когда владение скрытым сокровищем золота или серебра было уголовным преступлением, когда каждый, кто имел богатство во Франции, был озабочен пересылкой его за границу. Страны, смежные с Францией, были скоро насыщены монетой, и Англия получила свою долю, как это доказывалось, исключительно большими закупками заграничного золота для монетного двора в 1793 и 1794 гг. Итог покупок за эти два года составил $3\frac{3}{4}$ млн. фунтов, сравнительно с нормальной годовой средней приблизительно в 650 тыс. фунтов. Ввезено к тому же, несомненно, заграничного золота больше, чем куплено для монетного двора.

Падение курсов началось весной 1795 г. Курс на Гамбург, который г. конце марта был выше 36, упал в течение шести недель до 33:6, а в августе—до 31:10. Даже при курсе 33:6 было уже выгодно посылать звонкую монету из Лондона в Гамбург, а в августе было выгодно посылать ее также в Лиссабон. Это было как раз то время, когда Франция переходила к металлическому обращению. Закон о максимуме—основа всей системы ассигнатов при терроре—был отменен 24 декабря 1794 г. В январе 1795 г. начала проявляться разница (вопреки закону) между ценами в звонкой монете и ценами в бумажных деньгах, и скоро начались непрекращающиеся жалобы, что фермеры и купцы, прежде всего в провинции, а позднее и в Париже, совершенно отказываются принимать ассигнаты. Законы, ограничивающие торговлю золотом и серебром, были частью отменены, частью игнорировались. К концу года безнадежно дискредитированные ассигнаты скорее стали объектом спекуляции, чем средством платежа. В течение 1796 г. революционные бумажные деньги практически были лишены денежной силы. В июле 1796 г. было установлено, что звонкая монета, хотя и скудная, была достаточна для покрытия требования рынков, и цены в золотой монете начали расти.

Насколько сильна была настоятельность в посылке золота во Фрай- • цию в этот период возврата к металлическому денежному обращению, доказываются котировками иностранных валют на парижской бирже. За период от 23 августа 1795 г. до 22 февраля 1796 г. (за исключением периода между 14 декабря 1795 г. и 13 января 1796 г., когда биржа была закрыта) страницы «Moniteur'a» дают нам почти полную серию ежедневных котировок цен золота и серебра и курса на Гамбург и некоторые другие места. Следующая таблица дает месячные средние.

Ассигнаты находились тоща в своей предсмертной агонии и расценивались только в ничтожную дробь их номинальной ценности, поэтому каждая котировка превышает во много раз паритетное значение.

	Французские! золот. монеты	Иностранные золот. монеты	Курс на Гамбург	Премия на золото сверх курса (в %%)
АВГУСТ 1795 Г....	40,83	40,85	39,30	1,4
Сентябрь »	47,94	47,99	39,82	20,1
Октябрь »	73,83	76,05	62,54	21,4
Ноябрь »	129,83	—	117,88	10,1
Декабрь »	172,85	—	156,97	10,1
Январь »	218,99	—	197,31	11,0
Февраль »	257,42	—	244,76	5,2

Если припомнить, что в течение этих месяцев гамбургский курс был на 8—10% против Лондона, то будет видно, как ненормально высока была прибыль, извлекаемая из импорта гиней из Лондона в Париж.

Например, для человека, нуждавшегося 20 сентября в золотой монете в Париже, было возможно или купить ее по 4 650 ливров за французскую унцию (478% гран английских) или купить вексель на Гамбург по курсу 7 350 ливров за 100 марок банке, продать вексель в Лондоне за гиней приблизительно по курсу 33 шиллинга ($12\frac{3}{8}$ марок) за фунт стерлингов и тайно переправить выручку через Ламашп. Так как каждые 100 марок банко дают больше, чем 8 фунтов стерлингов в английском золоте, равноценных 2,1 французских унций, то он получил бы ценность в 9 765 ливров золотом, что дало бы ему 2 415 ливров излишка на оплату издержек и риска.

Но, чтобы вполне оценить значение этих цифр, необходимо помнить, что сентябрь 1795 г. был именно тот месяц, в котором Английский банк начал впервые испытывать отлив звонкой монеты. Это точно установлено в докладе секретного комитета Палаты лордов, и это подтверждается текстом повторных представлений, сделанных Банком Питту. В августе эти представления стали более серьезными, однако ни одной действительной ссылки не было сделано на какую-либо потерю звонкой монеты до настоящего обращения, адресованного к нему 8 октября, когда цена слитков (на которые премия в Париже была меньше, чем на монету) была повышена с 4 фунтов 3 шиллингов до 4 фунтов 4 шиллингов за унцию.

Спрос на звонкую монету из Англии - в Гамбурге и Лиссабоне, который оставался достаточно сильным в течение всего года, был просто отражением опроса во Франции. Секретный комитет Палаты лордов получил от таможенного управления статистические сведения об экспорте золотых слитков. Экспорт, отмеченный в 1795 и 1796 гг., был совершенно незначителен. С первого взгляда это казалось должно означать, что, какова бы ни была интенсивность спроса на золото на континенте, Англия изба-

вилась от него ничтожными потерями. Но цифры таможенного ведомства в действительности являются ничего не стоящими. Экспорт гиней или даже золотых слитков, полученных расплавкою гиней, был запрещен, и золото, расплавленное из гиней, часто экспортировалось с 'подложной декларацией, а так же часто экспортировалось тайно. Принимая депутацию от Английского банка 5 февраля 1796 г., Питт вспомнил, что согласно донесению британского резидента в Гамбурге, крупная партия гиней была послана туда на пакетботе *is* Ярмута и там расплавлена. Когда прямой спрос шел из Франции, то кажется вероятным, что иного долота тайком посылалось через Ламанш. Несомненно, никакой таможенной декларации не представлялось бы на золото, отправляемое таким образом врагу, даже если бы это золото не заключалось в гинейях. К апрелю 1796 г. гамбургский курс не был больше так неблагоприятен, ходя он и не возрос соответственно выше экспортной золотой точки до осени. Лиссабонский курс, хотя и был менее важен, был очень неблагоприятен в течение всего лета 1796 г. и упал до паритета только в октябре. Медленное действие резкого сокращения учетных операций, произведенного Английским банком в декабре 1795 г., показывает, Как велики были затруднения, которые надлежало преодолеть. Но даже, когда экспорт золота прекратился, кризис еще не прошел. Крупные дополнения, сделанные прежде смены прилива и отлива золотого запаса, оказали стимулирующее и поощряющее действие на оживление торговли, которое было во всяком случае вероятным последствием кризиса 1793 г. Согласно индексам проф. Зильберинга, цены, которые от уровня, составляющего в 1792 г. 102, возросли до 109 в 1793 г., круто остановились на уровне 107 в 1794 г. и после этого подскочили до 126 *в 1795 г. и до 136 в 1796 г. Несомненно, часть этого сенсационного роста цен обязана военным условиям, которые создают новый спрос и прерывают различные источники предложения, но совершенно нет сомнения, что частью этот рост обязал кредитной экспансии. Хотя, как было сказано, провинциальные банки не увеличили своих эмиссий над уровнем 1792/93 г., но значительная часть уменьшения, которое ранее было совершено, была вновь эмиттирована.

Последовательность событий была в точности такова, какой можно было ожидать. Сначала прилив золота, потом экспансия кредита, потом спрос на законные платежные средства для внутреннего обращения, спрос, который мог бы быть удовлетворен только гинейями. Вследствие сильных движений золота на континенте, спрос на гиней мог бы быть удовлетворен без сколько-нибудь чрезмерного напряжения Банка. Одновременность внешнего и внутреннего спроса на золото потребовала рестрикции учетных операций Английского банка. Кредит был успешно-сокращен, вексельные курсы вновь обратились в пользу Лондона, но, как обычно случается, внутренний спрос на гиней не был немедленно остановлен. В то же время сокращение кредита означает падение цен; индексы Зильберинга показали падение со 143 в первом квартале 1797 г.

до 136 в третьем. Падшие цен означало банкротство купцов, а банкротство купцов означало (банкротство банков. Отсюда потеря доверия, которая усиливала опрос на гиней. Но действительное число банкротств в этом году не очень сильно превышало среднее годовое число банкротств и было (много ниже громадного числа их в 1793 г. Само то себе недоверие произвело бы небольшой эффект, если бы не постоянный отлив золота, которому перед этим подвергалась банковская система страны. Когда кризис прошел, он был утолен не специальными ссудами, как то было сделано посредством казначейских векселей в 1793 г., но путем выпуска Английским банком банкнот мелких купюр (по одному я но два фунта), которые могли бы занять место золота при выплате заработных плат и в розничных сделках.

Характерной чертой банковской рестрикции было то, что банкноты банка не были сделаны законным платежным средством до 1812 г. Они принимались правительством во все платежи, я главные купцы и банкиры формально согласились принимать их. Этого было достаточно, чтобы они утвердились в качестве признанного платежного средства, хотя по закону они были не больше как. долгом Английского балка, каковой долг Банку было ясно запрещено законом пускать в платеж вместо законных денежных знаков. Рестрикция была очевидно временной, но отсрочивалась время от времени. Амьенский мир в 1802 г. не привел к окончанию рестрикции, и при возобновления войны в 1803 г. законом было утверждено, что рестрикция будет продолжаться еще шесть месяцев после окончания войны. В 1811 г. (когда спор, поднятый докладом Комитета о слитках, был в полном разгаре) лорд Кинг требовал от своих арендаторов платежа в золотой монете, как единственном законном платежном средстве. Даже тогда банкноты не были сделаны непосредственно законным платежным средством, но был издан закон, запрещающий всякое различие между монетой и бумажными деньгами, так что бумажные деньги, если только они циркулировали, — что должно было быть при почти полном отсутствии монет, — могли циркулировать или погашать долги только по паритету. Это обеспечивало, что счетные деньги должны были быть связаны с бумажными банкнотами, а не с золотом. Наконец, в следующем году банкноты ясно были сделаны законным платежным средством; они должны были быть «хорошими и достаточными платежами по закону» согласно любому судебному приказу.

После кризиса в феврале 1797 г. влияние сокращения учетных операций, которое продолжалось в течение всего 1796 г., сделалось ощутительным на внутреннем отливе золота, как это уже проявилось за несколько месяцев перед этим на 'внешнем отливе его. Доверие немедленно восстановилось, и вексельные курсы становились более и более благоприятными, что является обычным последствием сокращения кредита, и понижения цен в стране, которая прошла через кризис.

В то время однако казалось парадоксальным, что английский кризис толысо-что прошел и что денежное обращение на время было определенно

установлено на бумажном базисе прежде, чем гамбургский курс начал расти. В апреле он был выше 36, а в августе выше 37. В декабре он достиг почти исключительного максимума в 38:5. За 1798 г. средний курс составлял 37:7%, и курс постоянно оставался выше 37 до весны 1799 года. В первое время Лондон более жестоко страдал от французской спроста, чем от германского. Несмотря на враждебные действия близость принималась в расчет, и, после того, как было в 1785 г. установлено соотношение 15%: 1, золото больше не являлось недооцененным во Франции сравнительно с серебром. Военные финансы ослабили способность сопротивления Английского банка, и английская кредитная система первая не устояла. Но германская система не надолго пережила ее. «Петом 1799 г. наступил неизбежный крах. Произошло много банкротств, и напряжение было таково, что курс, который *еще* в июне был 36, пал в начале октября до 32 и до 30 в следующем году. В мае 1800 г. золото начало котироваться с премией в Лондоне, причем цена была 4 фунта 5 шиллингов :за унцию, или на 9% выше цепи монетного двора, равной 3 фунтам 17 шиллингам 10% пенсам.

Это было началом обесценения банкнот Английского банка. Не легко найти удовлетворительную меру этого обесценения. Для этого можно применить три критерия: цены слитков и звонкой монеты, вексельные курсы и цены товаров. Первый критерий наиболее точный. Премия на золото измеряет отклонение от золотого стандарда. Но золото требовалось только как средство переводов, и так как почти вся торговля Англии велась со странами с серебряной валютой, то золотой рынок находился в искусственном положении. В течение больших периодов этого рынка совершенно не было. Не было котировок с марта 1802 г. до апреля 1804 г. или с октября 1805 г. до февраля 1809 г. Серебро поэтому будет лучшим критерием, чем золото. Мы имеем почти непрерывные ряды котировок, либо для стандартных серебряных слитков, либо для испанских долларов, либо для обоих вместе. Отношение золота к серебру всегда тяготело к 15% : 1, принятому во Франции, при котором цена стандартного серебра была 60,84 пенса, а цена испанских долларов—59,3 пенса за унцию, и премия сравнительно с этими ценами характеризует меру обесценения. Однако, поскольку и золото и серебро, оба являлись просто средством перевода, то практически эти металлы имели общий рынок с иностранной валютой, поскольку иностранные деньги, продаваемые на этом рынке, были основаны на звонкой монете. Португалия, которая была важна, как канал, через который бразильское золото достигало Европы, впала в бумажноденежный режим.. Амстердам после французского захвата потерял большую часть своего значения как крупный финансовый центр. Оставались как главные валютные рынки континента лишь Гамбург и Париж. Начиная с 1802 г., прямой лондонский курс на Париж регулярно отмечался, несмотря на войну, точно так же, как и лондонский курс на Гамбург не переставал отмечаться в период французской оккупации. Но война приводит к расстройству золотых то-

чек. В 1810 г. действительная стоимость пересылки серебра между Лондоном и Гамбургом исчислялась от 1%¹ до 2%, но страхование, которое в мирное время составляло приблизительно 10 шиллингов 6 пенсов с сотни, стало не поддающимся учету фактором; оно могло быть 4%- или больше, или меньше. В 1811 г. средняя цена серебряных долларов в Лондоне была ниже 6 шиллингов за унцию. За один фунт стерлингов можно было купить 3У₃ унции, содержащих 3 унции чистого серебра, которые в Гамбурге стоили бы около 11 марок banco или 29 шиллингов 4 грота. В том же году курс па Гамбург составлял в среднем 24:11, так что из пересылки серебра можно было извлечь почти 18% прибыли. В некоторые другие годы около того же самого времени неравенство, хотя и не было столь значительным, было все же существенным, при чем объясняется это тем, что континентальная система Наполеона создавала препятствия на пути пересылки серебра. В то же время курс в Лондоне на Париж находился в таком же искусственном положении.

В силу этих причин цены драгоценных металлов и вексельные курсы не дают бесспорной меры обесценения. Остаются цены товаров. Индекс, измеряющий покупательную силу денег, является в некоторых отношениях наиболее совершенным критерием обесценения. Но этот индекс не претендует на измерение степени отклонения от золотого стандарта. И в построении индекса мы должны довольствоваться теми записями цен, которые мы можем получить. Индексы не делают различия между ростом цен, происходящим вследствие недостатка товаров, и их ростом, вследствие денежной инфляции, и в течение последних лет войны цены были приведены в крайний беспорядок отчаянной экономической борьбой. Джевонс получил ряды индексов из статистики цен, собранной Туком в его И с т о р и и ц е н, но еще более ценные ряды были недавно вычислены проф. Зильберишгом К

Джевонс вычислил и цены в бумажных деньгах и цены в звонкой монете. Действительные расценки были несомненно в бумажных деньгах. Из них он получал цены в звонкой монете, сбавляя премию на золото, но к несчастью он пользовался таблицей средних цен на золото, составленной Туком, которая была, по его собственным опасениям, не точна. Эта неточность оказалась более серьезной даже, чем он сам предполагал, ибо ни он ни другие авторы, пользовавшиеся цифрами Тука, кажется не замечали, что эти цифры относятся к году, кончающемуся 1 февраля, в результате чего эти цифры практически не соответствуют на один год, так что, например, для 1816 г., когда максимальная цена золота, как

¹ См. гарвардский «Review of Economic Statistics» за октябрь 1923 г., с. 223—261.

¹ В своей работе *Thoughts and Details on High and Low-Prices* (1823) Тук исходит из таблицы «Account of the average market price of gold... from February, 1800, to Februar, 1821, extracted from «Mushet's tables», нов своей «Истории пен» (т. II, 1838) он упускает всякое упоминание и о фебрале, и о Mushet и озаглавливает таблицу, как заимствованную «from official documents» Таблицы были помещены в памфлете Mushet «Gain and Loss to the Fundholder»

было доложено¹ Комитету в 1819 г., была 4 фунта 2 шиллинга, а средняя только 4 фунта, указала средняя цена в 4 фунта 43 нгилл. 6 пенсов².

Однако, длинные промежутки, когда котировал! золота или отсутствовали или были чисто номинальными, делают невозможным построение таблицы цен в звонкой монете на основе цеп одного золота. Когда котировалось и золото и *серебро*, то их цены обычно близко соответствовали господствующему соотношению $15\text{Y} > :1$, и, следовательно, цена серебра может быть ваята, как вполне заслуживающий доверия критерий цен в звонкой монете. В следующей таблице цены золота и серебра и векселей на Гамбург и Париж выражены в процентах, при чем в каждом случае в основание положено 100 фунтов стерлингов. Последние три колонны показывают индексы цен проф. Зильберинга, вычисленные иены в серебре и отношение золота к серебру в Гамбурге (см. табл. на сгр. 270).

Статистические данные, приведенные в таблице, показывают общую тенденцию к увеличению обесценения, которое достигло максимума гораздо раньше конца войны. Но эта общая тенденция проявлялась в значительных колебаниях. Индекс цен в бумажных деньгах достигает максимума в 1814 г., а индекс цен в звонкой монете — в 1809 и 1814 гг. Максимальное обесценение, если судить по вексельным курсам, наступило в 1811 г. Если же судить по ценам золота и серебра, то оно наступило в 1813 г., который является последним полным годом войны.

Обесценение началось, как мы видели, с гамбургского кризиса 1799 г. Оно не было излечено эфемерным Амьенским миром. Прелиминарные условия мира были подписаны в октябре 1801 г., коща цена пандардного серебра была между 5 шиллингами 9 пенсами и 5 шилл. 11 пенсами. Ко времени заключения окончательного трактата (25 марта 1802 г.) она упала до средней величины около 5 шиллингов 6 пенсов, поправившись до 5 шиллингов 7 пенсов к концу года. При самом низком уровне в 5 шиллингов 5₂ пенсов в июле цена серебра была все еще на 8% выше паритета.

Возобновление войны в мае 1803 г. не вызвало заметного роста, средняя годовая цена серебра была 5 шиллингов 7,27 пейса, а средняя за 1804 г. была даже ниже, так как средняя котировка долларов (при отсутствии рынка стандартного серебра) была 5 шиллингов 4,2 пенса, соответству приблизительно 5 шиллингам 6 пенсам за унцию стандартного серебра. В 1805 г. доллары упали до 5 шиллингов 3,67 пенса.

(1821). Они знимают период от февраля 1797 г. до февраля 1821 г., и примеры Mushet показывают, что он подразумевал от года, кончающегося 1 февраля 1797 г., до года, кончающегося 1 февраля 1821 г. включительно. Во втором издании своего памфлета Mushet дал правильные цифры, отличающиеся в некоторых случаях на несколько шиллингов за унцию от тех, которые были в первоначальной таблице. Но Тук удовлетворился неправильными цифрами, которые он скопировал, не заметив арифметической ошибки в вычислении процента обесценения за один год (1812). После него автор за автором копировали таблицу, не замечая ошибки и не зная, что цифры относятся к году, кончающемуся 1 февраля; оба издания памфлета Mushet можно видеть в «Goldsmiths' Library, University of London».

В процентах

Годы	Золото	Серебро	Курс на Париж;	Курс на Гамбург.	Товары		Отношение золота к серебру в Гамбурге
					Действительные цены	Цены в звонкой монете (серебро)	
Паритет	3 ф. 17 ш. ЮА пенс, за унцию	60,84 пенс за унцию	25,22 фр. за фунт стерл.	36 шилл. за фунтст.	Цены 1790 г.	Цены 1790 г.	
1797	100,0	102,6	—	98,0	141	138	15,41
1798	100,0	100,1	—	96,0	149	141	15,59
1799	—	106,7	—	103,0	156	146 1	16,74
1800	107,0	113,5	—	113,0	169	140	15,68
1801	109,0	117,3	—	113,0	166	142 1	15,46
1802	—	113,7	105,7	109,0	143	126	15,26
1803	—	111,9	102,9	105,0	156	139	15,41
1804	103,0	108,3	100,1	101,0	153	141	15,41
1805	103,0	107,4	98,8	103,0	160	149 1	15,79
1806	—	110,5	103,0	105,0	157	142 1	15,52
1807	—	110,2	103,5	104,0	162	138	15,43
1808	—	107,1	108,4	106,0	166	155	16,08
1809	—	110,4 *	123,3	121,0	176	159	15,96
1810	—	113,9	121,6	120,0	176	155	15,77
1811	123,9	120,7	139,1	144,0	158	131	15,53
1812	130,2	126,5	131,2	128,0	163	125 1	16,11
1813	136,4	136,7	128,6	130,0	185	135	16,25
1814	124,4	124,3	116,4	119,0	198	169 1	15,04
1815	118,7	117,5	115,6	114,0	166	141	15,26
1816	102,9	100,9	99,6	100,0	135	134	15,28
1817	102,2	104,3	102,0	102,0	143	137	15,31
1818	104,6	106,5	104,3	105,0	150	141	15,35
1819	102,3	104,7	102,7	102,0	136	130	15,33

Примечание. Цифры для золота, серебра и вексельных курсов основаны на приложениях к докладам Комитета Палаты лордов и Палаты общин о возобновлении платежей звонкой монетой в 1819 г. До 1811 г. котировка золота были прерывисты, не всегда охватывали полный календарный год, и поэтому средние величины не заслуживают доверия. Для многих лет цифры, касающиеся серебра, основаны не на стандартном серебре, но на долларах ((с паритетом 69,8 пенса). Отношения последней колонны заимствованы у Зетбира. Колонны вексельных курсов дают премию на франки и банковые деньги, т. е. паритеты должны были точно быть даны как 9,516 пенсов за франк и $6\frac{2}{3}$ пенса за банковый шиллинг.

С другой стороны, товарные цены резко упали с превращением войны и возросли опять в незначительной степени с ее возобновлением. Объяснение этих движений весьма просто. Излечение континента от последствий кризиса 1799 г. смягчило напряжение английских бумажных денег, хотя повышательная тенденция цен в звонкой монете была замажиро-

вана влиянием войны и мира на рынки и источники снабжения. Обесценение, которое было вызвано напряжением в Гамбурге, исчезло вместе со своей причиной. До 1808 г. премия па серебро была заметно большей, чем премия на иностранную валюту, что является признаком того, что звонкая монета отливалась из Гамбурга и что кредит на континенте оذоровлялся. В течение этих лет обесценение не было уже значительным. 0 1803 г. до ноября 1808 г. курс на Гамбург не падал ниже 32:9. а большею частью был выше 34.' В августе 1808 г. он был выше 35. В ноябре он упал до 31:3. В 1809 г. он составлял в среднем только 29:9.

Континентальная блокада уже началась, но пока еще в слабой и незаконченной форме; английские товары тайно ввозились на континент в значительных количествах и через Голландию и через Гамбург. Английские торговцы пытались найти выход во вновь развивающейся торговле с Испанской Америкой, чтобы компенсировать себя за частичное закрытие континентальных рынков. После периода осторожности, который только что прошел, открылась возможность кредитной экспансии, и растущее обесценение бумажных денег Английского башка показывало, что кредитная экспансия (в Англии, будучи свободна от препятствий, чинимых разменностью банкнот на звонкую монету, обогнала экспансию па континенте. За первый квартал 1810 г. курс на Гамбург в среднем составлял только 29. Тогда произошла катастрофа. Во-первых, затруднения возникли из обманувших надежды результатов южно-американской торговли. Кредит начал сокращаться, и курс па Гамбург внезапно возрос в апреле до 31. В июле Наполеон, пытаясь завершить свою систему исключения, аннексировал Голландию; в августе он установил запретительный тариф па колониальные продукты, которые так щедро ввозились тайком; в декабре он аннексировал Гамбург и Ольденбург. Отчасти как неизбежная реакция после лихорадочного оживления в 1808 и 1809 гг., отчасти как результат возросшей строгости континентальной системы, вторая половина 1810 г. ознаменовалась в Англии жестоким финансовым кризисом. Между тем кредитная экспансия за границей продолжалась несколькими месяцами больше, будучи поощряема изгнанием английских товаров и вытекающим отсюда покровительством континентальным фабрикантам. Европа имела большею частью металлическое денежное обращение, и поэтому там произошло более сильное сокращение кредита, чем в Англии. Крах наступил в начале 1811 г. Начались банкротства в Германия, Голландии и Франции. В Англии товарные цены, по показаниям индексов проф. Зильберинга, упали со 184 к началу 1810 г. до 152 в третьем квартале 1811 г. На континенте падение цен должно было быть значительно - сильнее. Средний курс на Гамбург упал с 29:11У2 в 1810 г. до 24:11 в 1811 г., курс на Париж упал соответственно с 20,73 до 18,13. Жестокое исключение английских товаров имело такое же неблагоприятное влияние на курсы, как и запретительные иностранные тарифы, но это влияние еще усиливалось крайним финансовым напряжением в Гамбургец повсюду. Кризис 1811 г.

объясняет крупное обесценение банкнот Английского банка в этой году точно так же, как кризис 1799 объясняет первый период обесценения. В начале 1812 г., даже до смягчения континентальной системы, курсы начали быть менее неблагоприятными. За первый квартал этого года курс на Гамбург составлял в среднем 27 : 10, а курс на Париж—19 : 50. Но обесценение все еще оставалось очень крупным. Бумажные деньги допускают более смягченное лечение кризиса, чем металлические деньги, и английские торговцы более легко выпутались из кризиса, чем их: континентальные соседи, получая ссуды казначейскими векселями, как в 1793 г. По стране платили пеню в виде продолжающегося изобилия денег. Временно это изобилие облегчило быстрое и скорое фиктивное-излечение от кризиса. Создание кредита стимулировалось падением власти Наполеона и перспективами усиления европейских рынков. Но по мере расширения кредита обесценение денег опять становилось более заметным. Правда ставки курса не были так неблагоприятны, как в 1811 г., но цены золота и серебра достигли своего максимума к донцу 1813 г. Золото котиновалось по 5 фунтов 10 шиллингов и даже по 5 фунтов 11 шиллингов; серебряные доллары повысились до 7 шиллингов за унцию. Это обесценение было признаком того, что финансовая система страны была перенапряжена. Правительственные обязательства в портфеле Английского банка возросли с 21165 тыс. фунтов стерлингов в августе 1812 г. до 25 591 тыс. фунтов стерлингов в августе 1813 г. и до 34 982 тыс. фунтов стерлингов в августе 1814 г. Другими словами, в течение двух лет приблизительно 14 млн. фунтов стерлингов военных расходов было покрыто предоставлением банковского кредита.

Только чир мог бы восстановить денежное обращение, и мир этот был в руках. Наполеон отрекся в апреле 1814 г. К началу июня цена золота упала до 5 фунтов. За последние шесть месяцев 1814 г. она составляла в среднем 4 фунта 7 шиллингов. Но этот рост золотой ценности фунта отразился на падении денежных цен товаров. Средний уровень цен за 1814 г., правда, был несколько выше, чем в 1813 г., но максимум был достигнут в самом начале года. Индекс упал с 211 в первом квартале 1814 г. до 170 в первом квартале 1815 г. Купцы, которые спекулировали на новом завоевании континентальных рынков, внезапно оказались вовлеченными в убытки. Процесс возвращения на континент после кризиса 1811 г. был замедлен войной, которая разразилась в неведомах до того размерах. Когда волны вторжений заграждали, во-первых, внешние границы наполеоновской империи, а потом захватывали Францию, кредитные операция сократились почти до нуля. Портфель Французского банка исчислялся к копну апреля 1814 г. не больше, чем в 1715 тыс. франков.

При полном истощении кредита континентальный спрос на товары был невелик. Результатом этого явился финансовый кризис в Англии,—вторичный после кризиса 1810 г. Ссуды торговцам, которые тогда облегчили положение, в действительности только отсрочили крах. Па-

дение цен до континентального уровня задерживалось обесценением денег.

Влияние наступления мира на денежное обращение было столь сильным и внезапным, что это требует объяснения. Большую роль играло ожидание, что банковская рестрикция должна окончиться в течение нескольких месяцев. Согласно постановлению закона, изданного в начале 1814 г., рестрикция должна была прекратиться автоматически через шесть месяцев после заключения окончательного мирного договора. Это событие nastило 30 мая 1814 г. Порядок был изменен законом, внесенным в конце июня и утвержденным в июле, который фиксировал 25 марта 1815 г. как срок [возобновления нормального денежного обращения]. Министры указывали, что это было опытом и что вопрос об окончательном возобновлении мог бы быть лучше разрешен, после нескольких месяцев жжзни № мирных условиях.

Предостерегающим в этом положении было то, что рынки золота и иностранной валюты были чрезвычайно сильно потрясены. Цена золота скатилась с 5 фунтов к началу июня до 4 фунтов 10 шиллингов к концу этого месяца и после некоторого расстройства и номинальных котировок она опустилась до 4 фунтов 6 шиллингов в сентябре.

Ожидание, что фунт должен вернуться к паритету, привело к спекулятивному удержанию стерлингов. Это означало, что торговцы товарами нетерпеливо продавали и неохотно покупали, неохотно занимали и неторопливо уплачивали. Рынки находились в депрессивном состоянии, и скорость обращения уменьшилась. Следствием этого¹ явился кризис.

Еще до наступления 25 марта 1815 г. вышел новый закон, продливший рестрикцию до 5 июля 1818 г. Но тки временем депрессия захватила уже и товарные рынки и валютный рынок.

В марте 1815 г. Наполеон бежал с Эльбы, и возобновление войны немедленно вызвало новое обесценение банкнот. Золото, которое в феврале стоило 4 фунта 8 шиллингов, подскочило до 5 фунтов 7 шиллингов в апреле и все еще стоило 5 фунтов 5 шиллингов, когда битва при Ватерлоо практически окончила войну. В сентябре оно опять упало до 4 фунтов 7 шиллингов. После кризиса рынки вернулись в большинстве случаев к тому же состоянию, в котором они находились перед тем. Сокращение кредита в Англии продолжалось. За три недели цена золота упала до 4 фунтов 3 шиллингов (13 октября), а к концу года она составила 4 фунта 2 шиллинга.

Тем временем в Европе кредит начал, наконец, оживляться. В октябре 1816 г. Английский банк покупал золото по 3 фунта 18 шиллингов 6 пенсов. Он предлагал эту цену, имея в виду накопить золото для предстоящего возобновления платежей звонкой монетой. Если бы рынку было предоставлено найти свой собственный уровень, то золото шло бы по чеканной цене в 3 фунта 17 шиллингов 10% пенсов. Гамбургский курс достиг 38; курс на "Париж был 26,10. Действительно, сокращение кредита в Англии" было настолько сильно действующим средством, что

стерлинги шли с премией в 4 или 5 %. Товарные цены также продолжали падать, и в третьем квартале 1816 г. индекс составлял 130, или был на 38Уг% ниже, чем к началу 1814 года. Золото притекало в страну и скапливалось в кладовых Банка. Банк в действительности рассчитывал приступить в сентябре 1817 г. к наличной оплате банкнот, выпущенных до 1 января 1817 г., и полное восстановление платежей звонкой монетой казалось уже на виду.

Но случилось другое. В (июле 1817 г. золото поднялось до 4 фунтов,, а к концу года оно стоило 4 фунта 0 шиллингов 6 пенсов. Мр. Экуорс давал некоторое объяснение.¹ Чрезвычайный закон о капитале погашения долгов требовал суммы не менее 28 млн. фунтов стерлингов, которая должна была быть обращена на снижение консолидированного долга. Эти деньги не могли быть получены из дохода, и, действительно 8 млн. фунтов из этой суммы было добыто прямой ссудой от Английского банка. Это была чистойшей инфляция. Индекс цен повысился со 130 в третьем квартале 1816 г. до 153 в первом квартале 1818 г. Следующий 1818 г. был годом кризиса на континенте. С 1816 г. имела место быстрая экспансия кредита, и товарные цены существенно возросли. Экспансии кредита был бы раньше или позже положен конец недостатком золота или, хгри биметаллической системе, золота и серебра вместе. В данном случае недостаток был вызван преждевременно. Не только Авглия, но и Австро-Венгрия, Россия и другие страны, произведшие чрезмерную эмиссию бумажных денет в течение войны, пытались вернуться к металлическому обращению, Англия накапливала золото, Австро-Венгрия и Россия—серебро. Поглощение золота Англией было естественном последствием кризиса и жестокого сокращения кредита; другие страны выпускали внешние займы и стягивали поступления по ним в серебре. Ни одна из этих трех стран не успела вернуться к металлическому етандарду в 1818 г. (хотя Англия и Австро-Венгрия вскоре выполнили это), и это произошло отчасти вследствие их собственной конкуренции, поднявшей ценность драгоценных металлов в товарном выражении, а следовательно так же и в бумажных деньгах. В мае-1818 г. был издан закон, продливший рестрикцию до 5 июля 1819 года.

В связи с падением товарных цен разразился финансовый кризис, начавшийся во Франции, которая благодаря биметаллической системе была соединенной базой спроса на золото и серебро. В октябре 1818 г.. Французский банк предпринял меры к сокращению своих учетных операций, отказывая в учете всякого документа сроком более 45 дней, при нормальном сроке представляемых документов в 90 дней. К началу 1819 г. цена золота возросла до 4 фунтов 3 шиллингов, а цена серебра — до 5 шиллингов 7 пенсов, что давало премию в,6V₂% на золото и в 10% на серебро. Курс на Гамбург упал до 33,7, а курс на Париж — до 23,50. Возобновление платежей звонкой монетой казалось таким же далеким^.

¹ См. financial Reconstruction in England», 1815—1822, с. 76—79.

как и раньше. Были назначены комиссии обеих палат парламента для рассмотрения вопроса, что должно быть предпринято. Как вывод из их исследований был издан закон, устанавливающий для возобновления платежей звонкой монетой постепенные стадии. Банк не должен был выплачивать монеты, но давать слийш крупных размеров (не менее, чем по 60 унций) в обмен за свои банкноты, первое время, начиная с 1 февраля 1820 г., по 4 фунта 1 шиллинг за унцию, потом—с 1 октября 1820 г. по 3 фунта 19 шиллингов 6 пенсов и, наконец после 1 мая 1821 г. по 3 фунта 17 шиллингов 10% пенсов, или по чеканной цене. Но поскольку дело коснулось выполнения этих условий — закон остался мертвой буквой. Еще до наступления 1 февраля 1829 г. золото естественно и легко упало до чеканной цены. Затруднения, вызванные кризисом на континенте, немедленно отразились повсюду. Кризис сам по себе ни в коем случае не был таким жестоким, как кризис 1811 г., предшествовавший ему, или как кризис 1825 г., следовавший за ним, и Англия после решительной ликвидации в 1814—1816 гг. легко опять вошла в уровень с европейским денежным рынком, когда прошли последствия кризиса.

Этот печальный период хорошо иллюстрирует разнообразие причин, которые влияют на обесценение бумажных денег. В основном обесценение являлось следствием финансового напряжения. Текущий долг достигал 22 млн. фунтов до Амьенского мира и упал до 14 млн. фунтов в 1802 г. В январе 1804 г. он составлял 24,5 млн. фунтов и постепенно рос до 31,7 млн. в январе 1807 г. и до 38,7 млн. в январе 1808 г. В январе 1813 г. он достигал 45,5 млн. фунтов, а в январе 1814 года—57,7 млн. фунтов. Коалиция 1813 и 1814 гг. сделала эти годы наиболее дорогими за всю войну. Но хотя требования военных финансов понуждали в чрезмерной эмиссии, степень обесценения изменялась время от времени в весьма широких пределах, соответственно мировым условиям денежного обращения. Первоначальная приостановка размена в 1797 г. главным образом и непредвиденное отступление в 1818 г. отчасти были вызваны ненормальным поглощением драгоценных металлов на континенте. Начало обесценения в 1800 г. и острое обесценение в 1811 г. объясняются финансовыми кризисами 1799 и 1811 гг. за границей. Благоприятные курсы в 1797—1799 гг. и в 1816—1817 гг. вызваны были внутренними кризисами, совпавшими во времени — один с условиями инфляционного кредита, а другой — с периодом излечения от последствий кризиса за границей. Обесценение в 1808—1810 гг. объяснено экспансии коммерческого кредита в Англии, обогнавшей эту экспансию в других местах. Обесценение в 1813—1814 гг. было вызвано коммерческим оздоровлением, происшедшим в Англии, тогда как это оздоровление в Европе было все еще задержано войной. Континентальная блокада, являвшаяся особенным препятствием для британского экспорта, сделала курсы в 1810—1812 гг. более неблагоприятными, чем они должны были бы быть при иных условиях.

В большом шоре, начало которому было положено докладом избранного комитета о высокой цене слитков в 1810 г., этому разнообразию причин было оказано недостаточное внимание. Комитет принял количественную теорию денег и оценил также тот факт, что потребности общества в монете могут колебаться, так что увеличение циркуляционных средств может совпадать во времени с падением цен и с повышением ценности денег или наоборот. Но ни комитет ни его противники никогда не охватили очень сложной теории колебаний денежных потребностей. В частности они оказались бессильными понять, как быстры и как велики должны быть изменения в ценности самого золота и серебра, причиняемые колебаниями кредита в странах, которые пользуются металлическим обращением. Даже индексы цен не дают соответствующей меры изменений в ценности драгоценных металлов, так как сокращение кредита уменьшает объем сделок так же, как и уровень цен.

Члены комитета и их сторонники, какими бы способными и просвещенными они ни были, не проникли в существо вопроса. Но со всем тем доклад представлял важный шаг вперед в денежной теории. Однако в Палате общин правительство было против него, и не только резолюции, предложенные Френсисом Хорнером в мае 1811 г., обнимающие собою заключения комитета, были отвергнуты, но ряд резолюций, отрицающих все его доктрины и защищающих между прочим взгляд, что банкноты в общественном мнении поддерживались эквивалентными с законными монетами королевства, был внесен и поддерживался Ванзиттартом, в то время неофициальным сторонником правительства (скорее ставшим канцлером казначейства). Огорченные этим поражением чистого разума экономисты немилосердно выставили несчастного Ванзиттарта к позорному столбу и подняли на смех его нелепые резолюции.

Но, быть может, правительство вовсе не было таким невежественным в вопросах денежной теории, каким оно казалось. Доклад о слитках был скорее диагнозом болезни, от которого страдало денежное обращение, чем рецептом для лечения. Легко было сказать, что банкнотная эмиссия должна быть сокращена и что нужно вернуться к платежам звонкой монетой. Но как, если деньги для войны не могли быть собраны? Английский банк был единственно возможным подписчиком на правительственные займы, единственным определенным покупателем казначейских векселей. Если бы власть Банка в создании кредитов была подвергнута ограничению, последнее прибежище казначейства могло бы оказаться несостоятельным. И подобно всем правительствам, которые полагались на инфляционные финансы, министры 1811 г. сильно желали поддерживать мнение, что металлический стандарт все еще остается в силе. Официальное признание, что стандарт вышел из употребления, могло бы вооружить заимодавцев против правительства.

Можно догадываться, что таковы были действительные мотивы правительства, хотя они не могли быть открыто признаны. Влияние слишком сильного сокращения кредита и неизбежного отлива монет на

субсидии союзникам и на заграничные расходы вызвало определенные результаты. Премьер министр Персеваль откровенно признавал, что уменьшение бумажных денег в обращении вызвало бы благоприятное изменение курса, но тогда, говорил он, было бы неизбежно прекратить помощь, которую Англия оказывала за границей, и предать ее союзников. Какой ответ могла бы дать Палата общин премьер-министру, делающему такое признание в момент величайшего кризиса войны? Наполеон сламывал остатки сопротивления по всей Европе, за исключением маленького уголка, который Веллингтон защищал позади линии Торрес Ведрас, и нескольких центров возмущения в Испании. Быть может, это, скорее чем извращенная изобретательность Ванзиттарта и обработанные статистические данные руководило совестью многих членов палаты, которые воздержались от голосования против резолюции Хорнера.

Когда война прошла, партия чистого разума пришла в себя. Доктрины доклада о слитках, казалось, получили всеобщее признание. Никто не был склонен утверждать, как в 1811 г., что раз гинеи не могли законно расплавляться и экспортироваться, то цена слитка, который требуется только для экспорта, не может служить критерием обесценения банкнот. В ответ на призыв со стороны правительственной партии, противники резолюций Пиля, включающих в себя меры, рекомендованные Комитетом Палаты лордов, не вызвали даже прений.

Следы взглядов, которые заставляли министерство сдерживать движение в направлении возобновления платежей звонкой монетой в разгар войны все еще лег тому назад, могут быть найдены в споре 1819 г. Кестлерих, который был на службе в оба периода, защищал поведение директоров Банка против обвинений в корыстных мотивах. Он заявлял, что директора Банка никогда не позволяли таким мотивам удерживать их от оказания той быстрой и значительной помощи, которая была бы им самим решительно отвергнута, если бы она исходила не от них, а из любого другого источника. И что очень важно также: статьей, вписанной самими директорами Банка в план, включенный в рекомендуемые комитетом меры, было требование, что правительство должно заплатить 10 млн. фунтов стерлингов своей задолженности Банку. Директора, к сожалению, не участвовали в общей перемене отношений к учениям Комитета о слитках, но они во всяком случае подчеркивали значение главной причины инфляции.

ГЛАВА XIX

ЗОЛОТАЯ ВАЛЮТА

Девятнадцатое столетие принесло с собою наиболее замечательное и глубочайшее из всех изменений валюты — почти всеобщее принятие золотой валюты. Это изменение происходило постепенно. Можно сказать,

что начало ему положено английским монетным законом 1816 г. Эти актом было дано законное признание тому, что фактически существовало уже в течение долгого времени. С 1717 и до 1785 г. серебро практически ие чеканилось, так как оно было недооценено в чеканном виде сравнительно с золотом.

Когда цена гинеи была зафиксирована в 21 шиллинг, то отношение ценности золота к ценности серебра установилось на уровне 15,21:1. Рыночное отношение в это время приближалось к 14,5 :1, и оно устанавливалось во Франции, ибо в восемнадцатом веке население и богатств* Франции было относительно более крупным в сравнении с остальной Европой. Вследствие этого, пока французское денежное обращение было действительно биметаллическим, с общим преобладанием серебра, британское денежное обращение, как и испанское и португальское, где отношение ценности золота к ценности серебра было более высоким, оставалось почти исключительно золотым.

После семилетней войны устойчивость этой (системы начала испытывать некоторые угрозы вследствие изношенного состояния золотых монет. В 1695 г. денежная единица стала обесцененной вследствие того, что серебряные монеты были ниже законного веса; теперь стирание золотых монет производило то же самое действие. Казалось вероятным, что во втором случае, как и в первом, реальной причиной было развитие кредитных удобств, которое делало деньги относительно избыточными и прогоняло лучшие монеты за границу. Уже с 1750 г. начинается быстрый рост провинциальных банков. К 1774 г. зло становится достаточно серьезным, и необходимо было его устранить. При лорде Ливерпуле, бывшем тогда управляющим монетным двором, вся золотая монета была перечеканена за общественный счет, а законом 1774 г. было постановлено регулярно перечеканивать легкое золото. Серебряные монеты, даже более изношенные, чем золотые, так как они чеканились большей частью в 1696—99 гг., были оставлены в неприкосновенности. Серебро однако было низведено со своего положения номинального равенства с золотом в качестве неограниченного законного платежного средства. Оно оставалось неограниченным законным платежным средством по весу, но по счету оно признавалось законным платежным средством только до 25 фунтов стерлингов. Так как в обращении не было серебра, которое не было бы значительно ниже законного веса, то постановление о платеже по весу оставалось мертвой буквой. Однако этот закон 1774 г. был издан только на определенный период времени, и хотя он дважды возобновлялся, все же был отменен в 1783 году.

В 1785 г. произошло новое событие, которое не было достаточно оценено в то время. При министре Калонне произошли изменения во французской чеканке. Из марки¹ золота стали чеканить 32 луидора вместо 30. Это повысило отношение между золотом и серебром с 14,1

¹ Марка—весовая единица, равная 8 унциям (*переводчик*).

до 15,5, и с этого момента стало невыгодным приносить серебро ида чеканки. Можно опросить, почему золото, пока существовавшие серебряные монеты не были изъяты из обращения, не стеклось немедленно на французский монетный двор со всех стран? Объяснением этому является существование в то время пошлин за чеканку, составлявших около 2%, а также то, что допускался столь значительный «ремедиум» пробы (и регулярно использовался) \ что монеты, которые должны были бы иметь пробу $\frac{7}{12}$, обычно имели только $\frac{9}{10}$ - Торговец слитками, который продал бы марку чистого золота по цене своего монетного двора за золотые монеты и обменял золотые монеты на серебряные, получил бы не 15% марок чистого серебра, а только 15.

Но четырьмя годами позднее пришла революция, а с революцией пришли ассигнаты. К 1794 г. большая часть французского запаса золота и серебра утекла за границу, и много, несомненно, было расплавлено. Недооцененное серебро наверное должно было итти первым и должно было наводнять серебряный рынок и повышать относительную ценность золота. В Гамбурге рыночное отношение с 15:1 в 1793 г. поднялось до 15,37:1 в 1794 г.,—высший уровень за шестьдесят лет, — и до 15,55:1 в 1795 г., что дает наивысший уровень, который до тех пор был только известен. И этот рост был постоянным. В 1793—95 гг. цена серебра в Лондоне упала ниже чеканной цены в 62 пенса за унцию. С неблагоприятным движением курсов в 1795—96 гг. и золото и серебро поднялись выше чеканной цены, но после кризиса 1797 г. серебро опять упало, и в январе 1798 г. было ниже 60 пенсов за унцию. Создалась опасность, что серебро может начать вытеснять золото как стандарт ценности, и скоро был издан закон, абсолютно превращающий чеканку серебра и возобновляющий ограничение его законной платежной силы, которое было в действии с 1774 по 1783 год.

Действие этого закона 1798 года предполагалось временным, и была назначена исследовательская комиссия, с лордом Ливерпулем в качестве одного из ее членов, для обсуждения будущей системы чеканки. Но так как закон о банковской рестрикции был продлен и страна осталась при бумажноденежном обращении, то казалось излишним обсуждать вопрос ■о чеканке, и последование было приостановлено. Лорд Ливерпуль счел удобным запечатлеть рекомендуемые им собственные меры в своем знаменитом письме к Кингу, который признавался одним из крупнейших авторитетов по вопросам британской чеканки. В этом письме, написанном в 1805 г., почти на смертном ложе, он указывает, что золотая валюта практически уже утвердилась, и, разрабатывая мысль, высказанную Адамом Смитом ¹², он защищает законное признание этого положения

¹ См. результаты действительных проб, цитируемые в книге Chalmers R., «Colonial Currency», Приложение А.

² «Богатство народов», книга 1, глава V. Мысль о подсобной чеканке ограниченного законного платежного средства не была совершенно новой. Она не только применялась, как указывал Адам Смит, к медным разменным деньгам, но она при-

вещей путем превращения серебра в законное платежное средство только для мелких сумм и путем установления крупной пошлины за чеканку серебра. Пошлина за чеканку серебра препятствовала бы населению приносить серебро на монетный двор для перечеканки и сделала бы невозможным употребление серебра в качестве стандарта ценности.

Спустя несколько лет, когда лорд Ливерпуль был уже мертв, а его сын был премьер-министром, в виду приближения возобновления Банком платежей звонкой монетой опять была создана исследовательская комиссия, которая выпустила отчет, рекомендуя золотую валюту, — т. е. свободную чеканку золота, которое единственно должно стать неограниченным законным платежным средством, — и чеканку серебра, подлежащую пошлине, для снабжения 'разменными деньгами с ограниченной законной платежной силой. Серебро должно было покупаться по старой цене монетного двора в 62 шиллинга за тройский фунт (что равно 62 пенсам за унцию), а пошлина за чеканку должна была быть равна 4 шиллингам, так что из фунта должно было чеканиться 66 шиллингов, из коих 4 шиллинга удерживалось монетным двором. Закон 1816 года осуществил все эти предложения. Он установил свободную чеканку золота по существовавшей тоща цене монетного двора, которая была равна 3 фунтам 17 шиллингам 10¹/₄, пенсам за унцию^{*1} ³. Он отменил запрещение чеканки серебра, которое было в силе с 1798 г., и уполномочил управляющего монетным двором чеканить все серебро, приносимое на монетный двор, из нового расчета 66 шиллингов из фунта. Этот закон постановлял также, что со дня, указанного королевским указом, «будет и может быть законным для всякого лица» приносить серебро для перечеканки, и «лицу, принесшему и сдавшему серебро, будет выдана та же сумма в серебряной монете... по расчету 62 шиллинга... за каждый тройский фунт стандартной пробы и веса».

Тогда это постановление принуждало монетный двор покупать серебро по 62 шиллинга за фунт и платить за него серебряной монетой. В это время рынок руководился отношением золота к серебру, как 15Уг : 1, которое было утверждено во Франции Баллоном и пережило революцию, империю и реставрацию. При этом соотношении серебрястойло 60 шиллингов 10 пенсов за фунт, и если бы в Англии была предложена более высокая цена, то все серебро из Франции могло бы быть увлечено через Ламанш. Правда, серебро в монете обладало бы ограни-

менялась также в впе опыта к серебряным полупенеовикам и фартингам при короле Генрихе VI. Законом 1446 года в течение двух лет из фунта стандартного серебра чеканилось 33 шиллинга этих монет, сравнительно с 30 шиллингами гровов и пенсов, и более мелкие монеты являлись законным платежным средством только до 1 шиллинга в каждых 20 шиллингах (R u d i n g, «Annals of the Coinage», т. II, с. 335—337).

¹ Так как из одного фунта чеканилось 44¹/₂ гинеи, а гиней стоила 21 шиллинг, то фунт стоил 46 фунтов стерлингов 14 шиллингов 6 пенсов, а унция — 3 фунта 17 шиллингов 10¹/₄ пенсов.

тонной законной платежной силой, но цена в 62 шиллинга, за фунт не нома бы — пока изобилие серебра не стало бы столь значительным — довести серебряную монету до учета. Короче говоря, схема, рекомендованная комиссией, и закон 1816 г., как 'основанный на ней, были бездейственными. Лорд Ливерпуль предвидел эти опасности, хотя он никоим образом не оценивал их важности, и он задним числом указал способ помощи. Простой сбор пошлины за чеканку не был достаточным при всяких обстоятельствах, чтобы ограничить чеканку серебра; чеканка серебра должна быть предоставлена в абсолютное распоряжение короны, и никакого права не может быть предоставлено частным лицам иметь отчеканенное серебро по любой установленной цене. По счастью, закон 1816 г. очень легко мог быть приспособлен в этом. Никогда не было издано никакого указа, устанавливающего день, после которого население могло бы настаивать на продаже серебра монетному двору по 62 шиллинга за фунт¹. Следовательно, право осуществить это оставалось номинальным, пока закон не был отменен и заменен монетным уставом 1870 г., который ничего не говорит относительно цены, по которой должно покупаться серебро.

Система в равной степени могла бы находиться под угрозой краха, если бы рыночная цена серебра поднялась выше 66 шиллингов за фунт (66 пенсов за унцию), так как в этом случае было бы выгодно расплавлять или экспортировать серебряные монеты. Но французская биметаллическая система была защитой против этой случайности. Ибо, поскольку Франция имела серебро для экспорта и была обязана покупать золото по соотношению 15% : 1, мировая цена серебра не могла повыситься до 66 пенсов за унцию, каковая цена соответствует отношению $14\frac{2}{3} : 1$ ²³.

Поразительным доказательством испорченного состояния старой серебряной монеты является то, что значительное количество ее (около 2 (Амлн. фунтов стерлингов), оставшееся в обращении в 1816 г., пережило банковскую рестрикцию, не будучи экспортировано, вопреки премии, которая достигала одно время почти 40% превышения над чеканной ценой в 62 пенса.

С 1717 г. британской золотой монетой была гиней в 21 шиллинг, которая отличалась от фунта стерлингов — единицы счета. Изданием монетного устава 1816 г. был совершен возврат к 20-шиллинговым золотым монетам (ценность, которая первоначально была предназначена гинее), и старое название «соверен», которое принадлежало монетам Тюдоров соответствующей ценности *, было восстановлено.

¹ В конце июня 1816 г., когда закон получил королевское одобрение, цена серебра была действительно 6 шиллингов $\frac{1}{2}$ пенса за унцию, или 60 шиллингов 6 пейсов за фунт. Практически это было доказательством, что предположенная чеканная цена в 62 шиллинга была слишком высока.

* В отношении роста цены серебра в 1920 г. и перечеканки, которая была предпринята вследствие этого, см. ниже гл. XXII.

³ Соверены в 20 шиллингов впервые были отчеканены Генрихом VII в 1489 г. по старому стандарту (с примесью только Vm). Соверенами Генриха VIII

Таким образом было завершено установление золотой валюты в Англии, и так погибла чеканная цена серебра, зафиксированная в последние годы королевы Елизаветы и столь ревностно защищаемая Локком.

Во даже тогда золотая «валюта не была проведена так же хорошо практически, как юридически. Банковская рестрикция все еще оставалась в силе, и, хотя премия па золото временами почти пропадала, от мер, предпринятых к возобновлению платежей звонкой монетой, отступили в 1818 г. Премия на золото вновь появилась. За этим последовали парламентские комиссии 1819 года и закон Пилля, устанавливающий постепенное возобновление платежей звонкой монетой. Хотя не было никакого спора против резолюций, заключающих в себе принципы пилевского закона, но небольшой кружок инфляционистов нашел своего выразителя в лице лорда Фолькстона, который, подобно Лаундесу в 1695 г., требовал понижения стандарда. Он утверждал, что восстановление чеканной цены в 3 фунта 17 шиллингов 10⁶ пенсов за унцию вызвало бы напрасные затруднения, и настаивал, что должна быть принята новая чеканная цена, приблизительно в 4 фунта 0 шиллингов 6 пенсов за унцию, соответствующая бывшей в то время рыночной цене золота. Пиль, следуя но стопам Локка, откровенно заявил, что отход от давно существующего законного стандарда «был предложением, которое не могло бы быть рассматриваемо иначе, как обман государственных кредиторов». Действительно, было бы низким средством отказываться от столетнего стандарда ради такой ничтожной премия на золото,—премия, которая, как это случилось, была сглажена рынком несколькими месяцами прежде, чем какие-либо постановления закона 1819 года вступили в действие.

Следующей страдой, принявшей золотую валюту, были Соединенные штаты. Как и в случае с Англией, Соединенные штаты перешли от серебра к золоту не путем определенного акта политики, но благодаря случайной переоценке золота. Далее, как и в случае с Англией, история денежного обращения Соединенных штатов в течение переходного периода характеризовалась бумажными деньгами. Американцы были почти первым народом, употреблявшим бумажные деньги. Некоторые из колоний пускались на это еще до того, как Джон Ло осуществил принудительные деньги в «своей «системе», и к 1763 г., к концу длительного конфликта между Англией и Францией за верховенство па Северо-американском континенте, злоупотребление банкнотами, обладавшими законной платежной силой, было так велико, что имперский парламент актом отеческого законодательства, в духе старой колониальной системы, запретил дальнейшие эмиссии. В это время единицей ценности в Америке практически было серебро, в форме главным образом испанского доллара. Громаднейшая часть мирового предложения серебра шла из рудников

и королевы Елизаветы была золотая крона, пробы $9/12$, подобно современным ео-веренам.

Испанской Америки. Оно чеканилось на многочисленных местных монетных дворах, так как было удобно превращать драгоценные металлы в монету известного веса и пробы в первой же стадии после добычи, для того, чтобы даже в случае покупки, как товара, количество и ценность серебра могли быть легко и верно вычислены.

Снабжение благородными металлами естественно шло в Северную Америку прямо из производящих стран — Мексики или Перу, и так как золото было переоценено в Испании и Португалии сравнительно с серебром (соотношение в обеих странах было 16 : 1), то серебро шло скорее, чем золото, и серебряный испанский доллар занял место мерила ценности и орудия обмена к 1775 г., когда разразилась война за независимость. Мятежные колонии были плохо снабжены, чтобы выдержать напряжение военных финансов. Не было надлежащего механизма обложения, и такая, приводящая в отчаяние, причина не могла, внушить доверия заимодавцам по крайней мере до битвы при Саратоге. Колонна прибегли к бумажным деньгам, с которыми они были уже знакомы. В качестве единого коллектива колонии были представлены собранием делегатов, названным Континентальным конгрессом, и этим собранием были утверждены выпуски бумажных денег в общей сумме до 200 млн. долл., соперничающих с плохой славой французских ассигнатов, под наименованием «континентальные деньги». Обесценение началось в 1777 г. К 1780 г. бумажный доллар упал до 7_{40} своей ценности в серебре. В этом же году эта система пришла к концу. Успехи американцев привлекли помощь и военную и финансовую со стороны Франции, Испании и Голландии. Конгресс использовал развитие своего кредита для выпуска пятилетних бон, приносящих 5%, причем подписка на эти боны принималась в обесцененных бумажных деньгах, которые сохранили не более 1_{20} своей ценности и уничтожались при получении в уплату за боны. Крупная часть бумажных денег все еще оставалась неизменной, но о 1781 г. они совершенно перестали употребляться в качестве средств платежа. Почти совершенно утратив ценность, большая часть их даже не заслуживала заботы о сохранении, и когда в 1790 г. оставшаяся в обращении доля стала приниматься в подписку на государственную ренту — из расчета 1_{100} их номинальной ценности,¹ то только 6 млн. долларов из 78 млн., считавшихся существующими, были предъявлены. Вероятно, остаток в 72 млн. долларов был уничтожен, как не имеющий ценности¹. Время от времени Конгресс выпускал внутренние займы, подписка на которые принималась в бумажных деньгах. Уплатить тысячу долларов серебром человеку, который подписался на тысячу долларов бумажными деньгами, когда эта сумма была эквивалентна только 25 долларам серебром, было бы настолько же нелепым, как было бы бесчестным уплатить тысячу долларов этими обесцененными бумажными деньгами кредиту, ссудившему тысячу долларов серебром. Обязательство в отношении

¹ Dewey D. K. «Financial History of the United States», отд. 16.

последующих займов признавалось соответственно скале, измеряющей действительное обесценение бумажных денег на ринита к моменту выпуска каждого займа.

Законодательство отдельных штатов применяло ту же систему скалы обесценения к частным долгам и денежным контрактам, заключаемым в период обесценения, создавая таким образом прецедент для французского законодательства после крушения ассигнатов ².

Таким образом новое общество пережило период развала 'своих бумажных денег и вернулось к доллару Испанской Америки. Когда дело дошло до национальной чеканки, она была основана на новом серебряном долларе, почти точно эквивалентном старому. Золото также должно было чеканиться по соотношению 15 : 1, но так как ценность золота в Европе именно в это время повышалась и Франция перешла в соотношению 15% : 1, оно оказалось недооцененным и не могло циркулировать в Америке.

В 1834 г., когда денежное обращение после Сведения новой чеканки состояло исключительно из серебра, было решено повысить соотношение между золотом и 'серебром для того, чтобы привлечь золото. Очевидно, не имелось в виду совершенно вытолкнуть серебро, но в действительности принятое испанское соотношение 16 : 1 было настолько же слишком высоко, как старое 'соотношение слишком низко. В результате золото твердо заняло место серебра, а серебро было низведено на подчиненное положение так же, как это было в Англии в XVIII веке. К 1853 г. потеря серебра стала вызывать неудобства, и были отчеканены вспомогательные серебряные монеты меньшей пробы, по образцу английской системы.

Период с 1848 по 1871 гг. был периодом борьбы и переворотов в Европе и Америке. Революция и войны оставили после себя обычное наследство в виде бумажных денег с принудительным курсом. 1871 год нашел Германию империей, Францию — республикой, Италию — объединенной, Соединенные штаты — освобожденными от раздоров и рабства, Австрию и Венгрию — объединенными в дуалистическую монархию. Франция, Италия, Австро-Венгрия, Россия и Соединенные штаты — все были вынуждены в силу крайности войны прибегать к выпускам неразменных бумажных денег. Во Франции банкноты Французской) банка, хотя и неразменные, не Г»ы.ти существенно обесценены. Во всех других поименованных странах бумажные деньги обращались с учетом. Англия имела золотую валюту, Франция и члены Латинского еоюза имели биметаллизм, основанный на соотношении 15% : 1 (хотя, несомненно, оба металла были изгнаны из Италии обесцененными бумажными деньгами), а Германия, Голландия, Скандинавия и практически вся Азия и большая часть Южной Америки имели серебряную валюту.

В период после золотых открытий, около 1850 г., в Калифорнии и ¹

¹ Hargreaves E. L., «Restoring Currency Standards», с 8—25.

Австралии, Франция и ее биметаллические сошники по Латинскому союзу постоянно всасывали золото и экспортировали серебро, и в 1865 г., как было уже упомянуто¹, явилось необходимым установить чеканку вспомогательных серебряных монет ниже стандартной Пробы. Казалось, что Франция станет скоро такой же золотой страной, как Англия и Соединенные штаты, и правительство вновь образованной Германской империи опасалось, что сохранение серебряной валюты поставит ее население в невыгодное положение в торговле и международных финансах. Было решено поэтому ввести монометаллическую золотую валюту в Германии. Уплата французской контрибуции создала в Германии временно преимущества страны-кредитора, и представился удобный случай купить крупные количества золота на мировых рынках.

Вначале изменение валюты не оказало заметного влияния на ценность германской денежной единицы. Между новой золотой и старой серебряной монетой было принято то же соотношение 15%¹, которое преобладало во Франции, и до 1873 г. рыночное соотношение не отличалось существенно от этого. Но в 1872 г. Норвегия, Швеция и Дания последовали примеру Германии и приняли золотую валюту, осуществленную Скандинавской конвенцией (18 декабря 1872 г.). 21 мая 1873 г. Голландия приостановила свободную чеканку серебра. К этому времени возросший спрос на золото начал влиять на его цену в серебряном выражении. В 1873 г. соотношение приблизилось к 16:1, в 1874 г. оно превысило эту цифру. Биметаллические страны внезапно ограничили и в конце-концов совершенно прекратили свободную чеканку серебра из-за опасения скоро лишиться своего золота и остаться с серебряной валютой. За этим последовало все увеличивающееся расхождение нового соотношения со старыми цифрами 15% : 1. Различные страны, которые переходили от серебряной или биметаллической валюты к золотой, большей частью оставляли свои старые серебряные монеты в обращении как неограниченное законное платежное средство, хотя, за исключением субсидиарных монет, они не выпускали нового серебра. Пятифранковик и трехмарковик стали монетами, внутренняя ценность которых была ниже и вскоре много ниже их номинальной ценности. Было очевидно, что эта очень значительная перемена валюты будет действовать беспрерывно. Более того, в противоположность средневековому понижению веса монет, на этот раз был переход от низшей к высшей единице ценности. Когда разница в ценности сделалась ощутимой, произошли все последствия повышения ценности валюты: падение цен, депрессия торговли, низкие прибыли, безработица.

Но вопросы теории, вытекающие из перемен валюты, едва ли возникают в отношении стран, которые заменяли золотом серебро на металлической базе. Чтобы вскрыть вопросы, которые смущали разум правительств, мы должны обратиться к странам, которые в 1871 г.

¹ См. гл. XXII.

пользовались неразменными бумажными деньгами и которые встали лицом к лицу с проблемой возобновления платежей звонкой монетой.

Соединенные штаты выпустили неразменные банкноты (так называемые «гринбеки») в течение гражданской войны в сумме, приближающейся к разрешенному максимуму в 450 млн. долларов. В последний год войны эти бумажные деньги обесценились более чем на 50%. Заключение мира быстро повысило их ценность, но даже когда мир стал совершившимся фактом, скидка с номинальной ценности бумажных денег все еще составляла около 30%, Первой -мерой, предпринятой к исправлению этого обесценения, было снижение количества бумажных денег в обращении. Оно было снижено до 356 млн. долларов к февралю 1868 г., когда политическая оппозиция привела к концу эту политику сокращения. Тогда были применены различные способы, с целью сделать возможным возобновление платежей звонкой монетой, но ни один из них, за- исключением постепенного накопления золотого запаса, не был введен в действие. И пока количество бумажных денег в обращении не было понижено, даже накопление золота имело бы небольшую пользу. Чтобы довести бумажные деньги до паритета, золото должно быть использовано для размена того количества их, которое является излишним, т. е. для снижения суммы, находящейся в обращении. Следствием было то, что практически ни одного положительного шага не было сделано для облегчения восстановленная платежей звонкой монетой. Результат на первый взгляд казался удивительным. В первые месяцы мира золотая ценность 100 бумажных долларов составляла около 70 долларов. Средине величины за 1866, 1867 и 1868 годы «составляли соответственно 71, 72,4 и 71,6. Сокращение обращения за три года с 433,7 млн. долларов до 356 миллионов, очевидно, не оказало видимого действия. Но в следующем 1869 г. улучшение сделалось ощутимым, и к концу года золотая ценность 100 бумажных долларов повысилась до 82,3, а средняя за 1870 г. была равна 87, а за 1871 г.—89,5. За этим «последовал другой период застоя, и средняя не повышалась значительно выше 90 до конца 1876 г., с какого времени бумажные деньги быстро поднялись до паритета, и платежи звонкой монетой были действительно возобновлены с 1 января 1879 года.

Каково же объяснение этого? Почему «гринбеки» упорно оставались обесцененными, когда эмиссия была сокращена, и сделали два очевидно капризных скачка вверх (разделенные периодом реакции), когда никаких мер не предпринималось к их поддержке? Ответ на это должен находиться в «изменениях, которым подвергалась ценность золота вследствие -движений кредита в Европе. «Гринбек» испытал весьма значительное развитие в 1866 г., достигнув 76,6 в мае и 78,6 в апреле, когда в мае в Лондоне разразился крупный кризис, вызванный банкротством фирмы Overend and Gurney. Влияние кризиса была едва заметно в мае, и «гринбек» все еще оставался в этом месяце на уровне 75,9, но упал до 67,2 в июне и до 66 в июле. Этот факт иллюстрирует влияние внешнего кризиса

на курсы. Ценность золота в Лондоне в товарном выражении резко возросла, а ценность бумажных денег в Нью-Йорке в золотом выражении соответственно упала. За этим последовал период торговой депрессии и падения цен в Европе, и сокращение бумажноденежного обращения в Америке достигло только того, что удерживало «гринбек» приблизительно на в постоянном соотношении с золотом. В 1869 и еще больше в 1870 г. началось оживление в Европе. Оно скорее стимулировалось, чем задерживалось Франко-германской войной, так как выпуски бумажных денег во Франции освободили значительные количества золота и серебра для экспорта. 1871—1873 гг. показали необычайно сильную экспансию торговли.

Как почти всегда случается, эта торговая экспансия была отмечена крупными движениями капитала, и капитал притекал особенно в Соединенные штаты, которые были тогда крупнейшей из новых стран. За четыре года—с 1869 по 1872 гг.—железные дороги Соединенных штатов возросли не менее, чем на 25 тыс. миль. Со времени гражданской войны обороты внешней торговли показывали превышение импорта над экспортом, которое, ввиду тяжелых ежегодных обязательств страны по уплате процентов на капитал, ранее полученный от Старого Света, вынуждало к тому, что должны были импортироваться очень крупные суммы нового капитала. Это превышение импорта составило за четырехлетие с 1869 по 1872 гг.—458 млн. долларов, или в среднем 114,5 млн. долларов в год, тогда как после этого периода превышение экспорта стало почти неизменным правилом. Здесь мы имеем пример потока инвестиций от старых стран к новым, увеличивающегося в объеме с оживлением торговли, и вытекающей отсюда благоприятной тенденции вексельных курсов в новых странах. Повышение золотой ценности бумажного доллара с 74 в Конце 1868 г. до 82,3 к концу 1869 и до 90,3 к концу 1870 г. было обязано соединенному действию оживления кредита, которое понизило ценность золота в Европе, и прилива нового капитала в Соединенные штаты. С конца 1870 г. до кризиса 1873 г. ценность «гринбека» росла, но мало. Она достигала 91,5 в конце 1871 г., немного упала в 1872 г. и была не выше 85 в мае 1873 г. Объяснение заключается в том, что за кредитной экспансией в Европе последовала кредитная экспансия в Соединенных штатах, и действительная ценность «гринбеков» падала так же быстро, как и ценность золота. Более того, хотя импорт капитала имеет тенденцию делать курсы благоприятными, но эта тенденция прекращается с превращением импорта. Приток европейского капитала мог быть достаточным для повышения ценности «гринбека» до 90 в 1870 г.; чтобы удержать эту ценность на уровне 90, прилив капитала должен был продолжаться не ослабевая; чтобы поднять ее выше 90, прилив должен существенно увеличиваться. В 1871 и 1872 гг., если импорт капитала сколько-нибудь увеличивался, то действие этого было компенсировано возрастающей инфляцией в самих Соединенных штатах, и ценность, «гринбека» начала падать.

В 1873 г. проявились новые обстоятельства. В 1870 и 1871 гг. кредитная экспансия в Европе стимулировалась высвобождением золота во Франции. 1872 и 1873 гг. она начала задерживаться поглощением золота Германией. Германский закон о золотой валюте был издан в 1871 г., а чеканка золотой монеты началась в 1872 г. В 1872 г. было отчеканено 421 1/21 млн. марок, а в 1873 г. — 594 млн. марок. Извлечение около 50 млн. фунтов стерлингов золота из других стран неизбежно положило начало сокращения кредита. Даже в ноябре 1872 г. банковская учетная ставка в Лондоне повышалась временно до 7%. В начале 1873 г. Германия перестала покупать золото (крупная чеканка в этом году была произведена преимущественно из золота уже купленного). Однако зло уже успело пустить корни. Первый опасный симптом появился в Австро-Венгрии. Австро-Венгрия вышла в 1867 г. из злополучного периода в двенадцать лет, отмеченного жестокой гражданской войной и двумя неудачными внешними войнами. Итальянский и Венгерский вопросы получили наконец разрешение, и создалась перспектива спокойного экономического развития. Там создались заманчивые благоприятные обстоятельства для германских спекулянтов как раз в то время, когда германский кредит ненормально стимулировался контрибуционными платежами. С точки зрения строительства железных дорог Австро-Венгрия была почти новой страной. В 1870 г. вся длина ее железных дорог составляла всего 5 875 миль. В 1873 г. она выросла до 11 060 миль. 5 185 миль было добавлено в течение трех лет. Подобно Соединенным штатам, Австро-Венгрия нормально экспортировала больше товаров, чем импортировала. Однако за пятилетие 1870 — 1874 гг. имело место совокупное превышение импорта на 619 млн. флорнов, или около 60 млн. фунтов стерлингов. В самой Германии спекуляция была задержана, и сокращение кредита имело место меньший эффект, чем можно было бы ожидать, в Берлине, но наступил острый кризис в Вене. Влияние внешнего кризиса обнаружилось в падении «гринбека» до 85 в апреле 1873 г. После этого сокращение кредита действовало на самые Соединенные штаты. Падение ценностей (индекс Зауербeka, измеряющий цены в Англии, упал со 111 в 1873 г. до 102 в 1874 г.), соединенное с быстрым ослаблением потока капитала, который направлялся из Европы в Америку, привело к жестокому кризису в сентябре и октябре 1873 г. Произошли многочисленные банкротства и общая приостановка платежей, даже в бумажных деньгах, банками. Банкноты, обладавшие законной платежной силой, временно получили премию над акцептованным чеками от 1/2 до 3%. В росте «гринбека» с 86,7 в августе до 91,8 в октябре мы имеем пример действия внутреннего кризиса та денежную единицу. Чтобы удовлетворять настоятельные нужды байков в законных платежных средствах, эмиссия «гринбеков» была увеличена на 26 млн. долларов, т. е. до 832 миллионов. Частью как результат этой меры, а частью как результат прогрессирующего сокращения кредита и падения золотых цен в Европе, «гринбек», после сохранения в 1874 г. уровня 90, упал опять в 1875 г. (достигая 85,4 в июне). В 1876 и 1877 гг.

•эмиссия «гринбетов» опять была понижена приблизительно до 350 млн. долларов, и естественная экономическая экспансия новой страны постоянно повышала ценность банкнот. В 1877 г. был хороший урожай, еще лучше в 1878 г., и очень крупный экспорт пшеницы помог постоянному (движению в направлении возобновления платежей звонкой монетой. «Грибеет» стоили в золоте 89,2 5-1 июня 1876 г., 93,46 — 1 января 1877 г., 94,5—1 июля 1877 г. и 97,2—в конце 1877 г. В течение 1878 г. они достигли паритета.

История «гринбеков» дает интересную параллель в некоторых отношениях с историей банкнот Английского банка за период 1815—1825 гг. Крайняя трудность восстановления ценности обесцененных денег в одно время и легкость, с которой это могло быть сделано в другое время, объясняются изменениями в ценности золота. Периоды депрессии в 1815 и 1818—1819 гг., в 1866—1868 и 1874—1876 гг. были очень неблагоприятны, периоды экспансии в 1816—1818, 1819—1820 и 1869—1873 гг. были очень благоприятны для бумажных денег. Рост «гринбетов» за 1877—1879 гг., тогда Европа была еще в состоянии депрессии, требует некоторого объяснения. Но причины, указанные выше—сокращение кредита, естественный рост торговли в новой стране и исключительно богатые урожаи,—Вероятно, дают достаточное объяснен[^]. Два периода—1869—1872 гг. и 1876—1879 гг.—оба были благоприятны для повышения ценности «гринбеков*, несмотря на то, что первый был отмечен исключительным превышением импорта, а второй—исключительным превышением экспорта. С 1869 по 1872 гг. импорт в среднем составлял 532 млн. долларов, а экспорт—417 млн. долларов; с 1876 по 1879 гг. импорт в среднем составлял 463 млн. долларов, а экспорт—678 млн. долларов. Нет более поразительного примера опасности делать заключения только на основе голого факта «благоприятного» или «неблагоприятного» торгового баланса. Если неблагоприятный баланс связан притоку иностранного капитала, то он будет (влиять «благоприятно» на (вексельные курсы).

В одном отношении положение Соединенных штатов после гражданской войны разнится от положения Англии после наполеоновских войн. Британский долг был обозначен в стерлингах; обязательства могли быть оплачиваемы в каком бы то ни было средстве платежа, которое могло быть законно признано для уплаты долгов в Англии, будь то золото или бумажные деньги. Долг Соединенных штатов был долг золотой, н—хотя не без борьбы — это скоро было признано бесспорным. Следовательно, никакое изменение монетного стандарда не повлияло бы само по себе на добрую честь нации, как должника.

Возврат к платежам звонкой монетой в 1879 г. еще не утвердил окончательно валюты. В течение продолжительного господства неразменных бумажных денег американцы сделали очень опасное открытие, что расширяющееся денежное обращение выгодно для оживленной торговли, высоких прибылей и хороших заработков. Преобладанию инфляционист-

ских воззрений было обязано то, что правительственная билетная эмиссия не была 'сокращена и что возобновление платежей звонкой монетой не было совершено, пока естественный рост торговли не поглотил излишних бумажных денег. И даже прежде, чем это фактически произошло, новый вопрос был возбужден инфляционистской партией. Быстрое вытеснение серебра золотом в Германии в 1872 и 1873 гг. заставило все Европейские страны, где серебро находилось в обращении в качестве монеталлической валюты, либо в соединении с золотом, защищаться против потока серебра путем приостановки его свободной 'чеканки. Эта всеобщая демонетизация серебра совершенно низвергла пользовавшееся признанием в течение многих лет соотношение 15% : 1. Это соотношение быстро (возрастало и в 1878 г. достигло 18:1. Американские инфляционисты открыли, что Соединенные штаты почти случайно участвовали в общем деижении. В 1873 г. незаметный закон о 'чеканке спокойно выбросил серебряный доллар из списка валютных монет. Правда, переход—номинально от биметаллизма, а практически от золотой валюты—к законной золотой валюте совершился в Соединенных штатах, точно так же, как и в Англии, в 1816 г., в то время, когда общее употребление бумажных денег временно делало монетное законодательство имеющим только академический интерес.

В Соединенных штатах инфляционно™, которые стояли за понижающееся мерило ценности, в своих требованиях скоро оказались в союзе с защитниками интересов серебра, так как производство серебра является само по себе важной отраслью американской промышленности. Серебряный доллар был восстановлен в его положении неограниченного законного платежного средства, но вместо свободной чеканки серебра по соотношению 16 : 1 была установлена ежемесячная ограниченная чеканка серебра. Ежемесячно не больше 4 млн. долларов и не меньше 2 млн. должно было расходоваться на покупку серебра для перечекивания его в доллары. По существовавшей тогда еще цене, серебро, стоимостью в 2 млн. долларов, должно быть перечеканено приблизительно в 2,4 млн. стандартных долларов, и таким образом минимальная сумма установленной чеканки была около 29 млн. долларов в год. Это была очень значительная ежегодная добавка к денежному обращению. Все денежное обращение страны состояло из 350 млн. долларов «гриббеков» и 300 млн. долларов банкнот национальных банков; вместе со скромной суммой золота, которое осталось в обращении (вопреки закону Грешема) на крайнем Западе. Ежегодная добавка 29 /ли. долларов к этой сумме могла легко создать угрозу золотой валюте. Однако, как оказалось, серебряная монета в течение нескольких лет всасывалась без затруднений. 1879 г. явился поворотным пунктом в торговле. В последней половине этого года наблюдался сильный рост цен, который продолжался и в 1880 г. Кредит расширялся, и Соединенные штаты—теперь на золотой базе—участвовали в мировом движении. Импорт иностранного капитала, вновь оживился, и, несмотря на продолжающиеся хорошие

урожая, превышение экспорта начало уменьшаться (хотя даже в наивысший момент движения в 1882 г. не было действительного превышения импорта, подобного тому, каким был отмечен период перед 1873 г.). Тенденция, которая в 1870 г. развивалась за счет увеличения ценности бумажных денег, теперь потребовала крупного увеличения количества металлических денег. Определенная законом серебряная чеканка была совершенно недостаточна, и явилась необходимость в крупном импорте золота, составившем за двухлетие 1879/80 и 1880/81 гг. 175 млн. долларов, хотя несомненно Соединенные штаты были одной из крупных золотопроизводящих стран мира.

В 1882 г., в связи с французским кризисом в январе, в Европе наступила реакция, и поток золота прекратился. Следующие пять лет были периодом суровой депрессии. Ередит сокращался, цены падали и безработица была очень сильной. Денежное обращение Соединенных штатов однако было избавлено от крупного напряжения, которого можно было ожидать при этом состоянии дел, путем постоянного сокращения циркуляции банкнот национальных банков. Банкнотная эмиссия национальных банков была обеспечена обязательствами Соединенных штатов. Эти обязательства подлежали постепенному выкупу за счет излишков доходов, и, пока этот процесс продолжался и цена обязательства росла, прибыли от эмиссии уменьшались, а банкнотная эмиссия постоянно сокращалась. В июле 1883 г. она достигала 356 млн. долларов (изменяясь, но мало в отдельные Годы). За 7 лет, до 1890 г., она уменьшилась до 186 млн. долларов. Общее уменьшение в 170 млн. долларов поровну распространилось на весь период. За то же семилетие чеканка серебряных долларов составила 222 млн., так что чистая прибавка к денежному обращению за счет этих двух частей Составила очень скромную сумму в 52 Млн. долларов, причем такая же сумма была изъята из обращения путем накопления золотого резерва за счет излишков доходов казначейства. Действительно, за годы депрессии, с 1882 по 1886 гг., количество непокрытых (Серебряных и бумажных денег фактически уменьшилось, а денежные потребности растущего государства (несмотря на депрессию) требовали сохранения в стране почти всей добычи золота из рудников, поскольку чистый экспорт был ничтожен.

Оживление торговли началось около 1887 г. На этот раз дорогу оживлению показал Новый Свет. Еак и в 1869—1872 и 1879—1882 гг., опять произошла большая вспышка железнодорожного строительства, но на этот раз она началась в 1886 г., прежде, чем началось торговое оживление в Европе. В 1887 году импорт в Соединенные штаты был практически равен экспорту, а в 1888 г. импорт дал превышение на 33 млн. долларов, в 1889 и 1890 гг. опять было небольшое превышение экспорта. Но крупный импорт золота, которым были отмечены 1879-1882 гг., не повторился. Хотя импорт за 1886/87 и 1887/88 гг. достиг 59 млн. долларов, приблизительно такая же сумма была экспортирована в два следующие года. Эта потеря золота была верным признаком, что экспансия

кредита в Соединенных штатах обогнала экспансию во всем мире золотой валюты. Так как Соединенные штаты в широких размерах импортировали капитал, то мы можем заключить, что размеры экспансии были очень значительны.

Первое препятствие мировой экспансии возникло на другом конце Нового Света. Делая оргия спекулятивных ийвестиций имела место в Аргентинской республике. И здесь тоже в качестве критерия может быть взят баланс внешней торговли. В течение нескольких лет до 1880 г. наблюдалось умеренное превышение экспорта нар импортом. За пятилетие 1881—1885 гг., импорт составлял в среднем 77 млн. долларов, а экспорт—71 млн. долларов. За пятилетие, 1886—1890 гг., средний импорт возрос до 130 млн. долларов, а средний экспорт—до 96 млн. Ежегодное превышение импорта, достигавшее не менее чем 34 млн. долларов, было ясным доказательством крупного импорта капитала, особенно если принять во внимание крупные обязательства страны по уплате процентов па существующий иностранный капитал, по корабельным фрахтам п т. д. В 1890 г. все здание аргентинских финансов рухнуло вследствие политического разложения и гражданских беспорядков. Катастрофа захватила крупный английский банкирский дом Бр. Беринг, который принял на себя крупные аргентинские эмиссии. В ноябре 1890 г. распространились сведения, что Бр. Беринг близки к прекращению платежей. Если бы все векселя, трассированные на Бр. Беринг, превратились в ничего не стоящую бумагу, то [это грозило бы тем, что вся финансовая система Лондонского Сити была бы вовлечена в разорение. Главные лондонские банки согласились с Английским банком гарантировать оплату обязательств Бр. Беринг, и так как ни один банк не принял па себя большего бремени по счету этой гарантии, чей он несомненно мог вынести,¹ то всякая опасность папики была предотвращена. Но очарование тортовой экспансии уже прошло. Несмотря на то, что золотой резерв Английского банка никогда не подвергался сколько-нибудь действительному напряжению (предусмотрительный импорт 3 млн. фунтов стерлингов из Французского банка оказался совершенно излишним), было ясно, что совершенно не было места для дальнейшей экспансии, и с этого момента на кредит была наложена тяжелая рука.

Но обуздание кредита не распространилось на Соединенные штаты. 1890 г. дал два мероприятия, которые способствовали продолжению экспансии в этой стране даже после превращения ее повсюду. Таможенные тарифы были повышены и сделаны более покровительственными, а ежемесячные покупки серебра были увеличены с 2 млн. долларов (или около 2 300 тысяч унций по существовавшей тогда цене серебра) до 4,5 миллионов унций. Увеличенный покровительственный тариф сделал курсы благоприятными. Он задерживал импорт и требовал оплаты пз-

¹ В конце концов активы Бр. Беринг более чем покрыли их обязательства, и гаранты ничего не потеряли.

лищка экспорта. Там, где существует золотая валюта, золото будет импортироваться до тех пор, пока уровень цен не повысится до такой точки, что будет привлечен достаточный добавочный импорт или товары будут отвлечены от экспорта, чтобы выправить неравенство.

В 1891 г.—год величайшего урожая пшеницы, который когда либо знали Соединенные штаты,—было собрано 612 млн. бушелей против наивысших урожаев в 513 млн. в 1884 г. и 504 млн. в 1882 г. Это совпало с годом недостатка и высоких цен на пшеницу в Европе, и в 1892 г., кончающемся 30 июня, было экспортировано зерна на сумму 299 млн. долларов, против среднего экспорта на 140 млн. долларов за пять предшествующих лет.

Но при всем том, 'совпадение кредитной экспансии в Соединенных штатах, искусственно поддерживаемой увеличенными покупками серебра, с сокращением кредита в Европе вызвало растущий отлив золота. Экспорт его за 1890/91 г. составил 68 млн. долларов. В 1891/92 г. в результате, быть может, урожая и покровительственного тарифа экспорт/ ^Сстановился, но в следующем 1892/93 г. он был не меньше, чем 87 млн. долларов. Такое положение вещей не могло продолжаться долго. Добавочное предложение золота в Европе служило задержкой сокращения кредита, и товарные цены не обнаружили никакого снижения в 1891 г., так как, хотя цены сырых материалов начали падать, но большинство предметов питания возросло в цене. Но в 1892 г. произошло падение цен на 5% (измеряемое английскими ценами). Если бы Соединенные штаты держались в отдалении и отказались от сокращения кредита, экспорт золота должен был бы делаться все больше, по мере расхождения американских и европейских цен.

Положение достигло высшей точки в июне 1893 г., когда разразился один из жесточайших финансовых кризисов в истории даже американского кредита. Еще в марте там имело место напряжение, и ставка процента на ссудные деньги повысилась до 50%. К 29 июня она возросла до 73 %, а к 1 июля — до 140 %¹. Как это случилось во время других кризисов в Соединенных штатах, национальные банки, обязанные по уставу держать резервы равными определенной доле их депозитов, отказывались выплачивать деньги, обладающие законной платежной силой. Им казалось менее опасным нарушить свои обязательства по отношению к вкладчикам, чем переступить это законное требование. Началась общая приостановка платежей по всей стране, за исключением одного Чикаго. Система расчетов между банками продолжала функционировать, и при остром недостатке законных платежных средств некоторые восточные фабрики оплачивали своих рабочих чеками. Зло, подлежащее излечению, было двояко. Кредит должен был быть сокращен до европейского уровня; должна была быть прекращена постоянная инфляция законных платежных средств. Сокращение кредита было

¹ Ставка в 50, 73 и 140% означает комиссию в размере $\frac{1}{8}$, $\frac{3}{16}$ или $\frac{3}{4}$ Д % ■ в день плюс проценты из 5% годовых.

осуществлено самим кризисом. Произошло банкротство большого числа банков и жестокое сжатие промышленности и всех отраслей торговли. Экспорт золота был временно приостановлен, и во второй половине I 893 г. было даже импортирование свыше 50 млн. долларов. Закон, требующий покупки серебра, был быстро отменен.

Тем не менее, золотая валюта все еще не была вне опасности. И политически и экономически она находилась под угрозой. Серебряная партия все еще была активна, более активна в действительности, чем когда-либо. Цена серебра в 1890 г. возросла (частью благодаря возросшим покупкам серебра, а частью благодаря общему росту золотых ден) о 42 пенсов до 50 и более пенсов за унцию. В 1892 г. она упала ниже 40 пенсов. Кризис 1893 г. и отмена серебряного закона уронили эту цену до 34 пенсов. В 1894 г. она упала до 28 пенсов. В то же время была сильная депрессия торговли и в Европе и в Америке. Как раз в то время, когда интересы производителей серебра подвергались таким тяжелым потерям, инфляционисты могли указывать на ужасные последствия сократившегося денежного обращения.

В то же время испытывались величайшие затруднения в поддержании золотой валюты вообще. Покупки серебра были прекращены, не падение золотых цен в Европе продолжалось до 1896 г., и, вопреки влияниям кризиса, сокращение кредита в Соединенных штатах скоро оказалось недостаточным, чтобы итти нога в ногу с этим падением цен. Экспорт золота возобновился, и за ра года — 1894 и 1895 — составил не менее 150 млн. долларов. Не существовало никакого центрального контроля над кредитом, и единственным 'способом, которым могло быть осуществлено более быстрое сокращение кредита, было ограничение предложения законных платежных средств. Правительство продолжало собирать золото путем займов, но золото улетучивалось тотчас же, как только заключался заем, и обращение бумажных денег не уменьшалось. В 1896 г. происходили выборы президента. Демократический канрдат Брайан поддерживал неограниченную свободную чеканку серебра. Цена серебра было тогда 30 пенсов за унцию, и ценность серебряного доллара была немного выше 50 центов. Если бы Брайан одержал победу на выборах и восстановил свободную чеканку серебра, то изменение мерила ценности было бы ужасным, даже если бы были приняты во внимание соответственные изменения в ценности золота и серебра. Брайан и его партия были решительно разбиты, и золотая валюта была сохранена. Торговля уже оживилась. Огромные запасы золота, приобретенные крупными эмиссионными банками Европы после 1893 г., начали наконец оказывать влияние на новую экспансию кредита и на новое оживление хозяйственной деятельности. В 1896 г. экспорт золота прекратился, и, несмотря на значительно возросшую добычу » американских рудниках, импорт золота за трехлетие, с 1896/97 г. по 1898/99 г. составил не менее, чем 200 млн. долларов. В 1900 г. был утвержден закон, окончательно устанавливающий золотую валюту.

Правильно, что история серебряного вопроса так же, как и история «гринбеков», не может быть вполне понята, если не принять во внимание изменений в международной ценности золота. Серебряный закон 1878 г. был издан в начале периода торгового оживления, которое облегчало стране поглощение месячной квоты серебра без затруднений и требовало в дополнение к этой квоте крупного импорта золота. В течение периода депрессии, последовавшей затем, случайное сокращение банкнотного обращения национальных банков открыло некоторый простор для серебра. И только когда последовательное ухудшение товарной торговли достигло высшей точки в затянувшемся кризисе 1893 г., тогда только реально началось ощущение давления избыточного серебра. В то самое время, когда потеря золота начала становиться серьезной, условия торговли испытали переворот. В 1896 г. мировые цены начали расти или, другими словами, золото стало дешевле, и золотая валюта была спасена как-раз в тот момент, когда политическая оппозиция ей была решительно разбита.

Закон 1900 года возложил на секретаря казначейства обязанность поддержания всех форм денежных знаков в паритете с золотом, но необязательно их разменность на золото. Существовала пестрая коллекция денежных знаков, причем только некоторые из них были легально разменны на золото. На ряду с золотыми монетами (которые никогда не были распространены) циркулировали золотые сертификаты, которые рассматривались не как бумажные деньги, но как металлические денежные знаки. «Гринбеки» были разменены на золото с 1879 г. Серебряные доллары однако были неограниченным законным платежным средством и неразменным на золото, а серебряные сертификаты были разменены только на серебряные доллары. Банкноты национальных банков были разменны на деньги, но это не означало обязательно разменности на золото. Законными платежными средствами являлись золотые монеты, серебряные доллары и «гринбеки».

Выпуск «гринбекш» и серебряных долларов производился в фиксированной сумме. Количество банкнот национальных банков могло увеличиваться, если увеличивалось предложение государственных обязательств, соответствующих цели обеспечения этих банкнот (как например, выпуск бон Панамского канала). Кроме того, объем денежного обращения мог увеличиваться или уменьшаться только вследствие изменений в количестве золотых сертификатов и золотых монет.

Федеральным резервным законом 1913 г. были введены две новых форм денежных знаков. Одна из них — банкноты федеральных резервных банков—была предназначена для замещения банкнот национальных банков, но теперь должна быть признана вышедшей из употребления. Другая форма—федеральные резервные банкноты—стала главной формой денежных знаков страны. Они не являются законным платежным средством, но разменны на законные деньги эмиссионным банком или на золото казначейством. Эмиссия федеральных резервных банкнот обеспе-

чена минимальным золотым резервом в 40%, который может быть понижен при определенных условиях, с согласия Федерального резервного бюро.

Федеральные резервные банкноты были добавлены ко всем другим формам денежных знаков, которые были попрежнему оставлены в обращении (с тем изменением, что золотым сертификатам было присвоено качество законного платежного средства). Количество золота, потребное для обеспечения данного денежного обращения, зависит от случайного разделения циркуляции между золотыми сертификатами и федеральными резервными банкнотами. Никто не думает о том, какое средство преобладает в деньгах, которые он держит на руках. Вследствие замены <в 1923-1925 гг. миллиарда золотых сертификатов федеральными резервными банкнотами федеральные резервные банки увеличили потребности страны в золоте для уставных запасов на 600 млн. долларов. Выпустив на миллиард федеральных резервных банкнот и представив золотые сертификаты, вытесненные из обращения, в казначейство, они могли обратно получить 600 млн. долларов золота, и никто не заметил бы разницы.

Эта абсурдность вошла в основу потому, что громадное накопление золота после 1921 г. сделало во всяком случае действительными пропорции резерва.

чена 'минимальным золотым резервом в 40%', который может быть понижен при определенных условиях, с согласия Федерального резервного бюро.

Федеральные резервные банкноты были добавлены ко всем другим формам денежных знаков, которые были нопреишему оставлены в обращении (о тем изменением, что золотым сертификатам было присвоено качество законного платежного средства). Количество золота, потребное для обеспечения данного денежного обращения, зависит от случайного разделения циркуляции между золотыми сертификатами и федеральными резервными банкнотами. Никто не думает о том, какое средство преобладает в деньгах, которые он держит на руках. Вследствие замены в 1923-1925 гг. миллиарда золотых сертификатов федеральными резервными банкнотами федеральные резервные банки увеличили потребности страны в золоте для уставных запасов на 600 млн. долларов. Выпустив на миллиард федеральных резервных банкнот и представив золотые сертификаты, вытесненные из обращения, в казначейство, они могли обратно получить 600 млн. долларов золота, и никто не заметил бы разницы.

Эта абсурдность вошла в основу потому, что громадное накопление золота после 1921 г. сделало во всяком случае недействительными пропорции резерва.

ГЛАВА XX

ЗОЛОТАЯ ВАЛЮТА

(Продолжение)

Англия после банковской рестрикции и Соединенные штаты после гражданской войны вернулись к золотой валюте, которая фактически существовала еще до того, как начался выпуск неразменных бумажных денег. В обеих странах произошла в некотором смысле перемена валюты потому, что обе страны дали законное признание золотой валюте при существовании бумажноденежного режима. Те страны в Европе, которые в 1872 и 1873 гг. пользовались металлическими деньгами, биметаллической и серебряной валютой, и которые последовали примеру" Германии в приостановке свободной чеканки серебра и переходе к золотой валюте, сохранили непрерывность, хотя и не тождество своей единицы ценности.

Но были страны, которые или благодаря употреблению неразменных бумажных денег в этот критический период, или вследствие иных причин, замедлили совершить переход от серебра к золотой валюте, пока не исчезла старая устойчивость соотношения между двумя металлами. Эти страны были поставлены лицом к лицу перед проблемой выбора новой металлической валюты. Можно было бы привести множество при-

моров,¹ но, поскольку в мою задачу не входит описание общей истории денег, я ограничусь описанием только трех, наиболее важных примеров, а именно—относящихся к Австро-Венгрии, России и Индии.

Австро-Венгрия номинально имела серебряную валюту, и после 1848 г. боролась с денежными затруднениями. Ее опыт в области неразмненных бумажных денег восходит ко времени наполеоновских войн. Война 1809 г. в частности возложила на нее большее финансовое напряжение, чем она могла вынести, и в 1811 г. была сделана попытка восстановить порядок путем эмиссии новых бумажных денег для размена старых по курсу не выше $\frac{2}{6}$ их номинальной ценности. Были предприняты меры к сведению долгов, заключенных в период обесценения, по скользящей скале, соответственно металлической ценности бумажного флорина во время заключения каждого долга (как было сделано с континентальными деньгами Соединенных штатов в 1780 г. и с ассигнатами в 1796 г.^{1 2} Но в 1913 г. страна опять была втянута в войну, и потребовались новые выпуски бумажных денег. Последовало сильное обесценение. В 1815 г., во время Ста дней, 100 флоринов серебром стоили больше, чем 400 бумажными деньгами. В 1816 г. был основан Австрийский национальный банк,² главным образом с целью изъятия из обращения этих обесцененных билетов. Проводилась сложная схема действий, чтобы дать держателям®, частью серебром, частью процентными бумагами, приблизительно 40% номинальной ценности старых обесцененных бумажных денег. Но билеты не поднялись на рынке до этого уровня, и ресурсы банка оказались недостаточными для выполнения схемы целиком. Выкуп старых банкнот был приостановлен в августе 1816 г. после семинедельного опыта.

Посредством внешних займов было получено серебро, и после периода подготовки банк оказался в состоянии регулярно разменивать билеты по курсу в 40% их номинальной ценности, хотя он все еще не был принужден по закону принимать на себя это обязательство.

Таким образом человек, имевший 100 флоринов в 1811 г., получил бы в обмен 20 флоринов в билетах выпуска этого года, и за эти двадцать флоринов он получил бы в 1820 г. звонкой монетой ценность приблизительно в 8 флоринов. Это было несомненно поразительной переменной валюты. Но она имела то преимущество, что действительно восстанавливалась металлическая валюта и оставалась в действии до революционного движения 1848 г. Это движение, развившееся во время войны между Австрией и Венгрией, вызвало сильное напряжение австрийских финансов. Опять появились неразмненные бумажные деньги, и в течение следующих двадцати лет благодаря войнам или приговору к войне ряд попыток развязаться с ними не приводил ни к чему. В 1854-1855 гг. произошла Крымская война, в которой Австро-Вен-

¹ Hargreaves E. L., «Restoring Currency Standards», с. 78.

² Prof. Zuckerkandl, «The Austro-Hungarian Bank»; перевод был сделан для национальной денежной комиссии Соединенных штатов (Док. 586) №

грия, хотя и не принимала непосредственного участия, но была очень заинтересована в качестве укрепленного пункта и была обязана находиться в вооруженном состоянии. Премия на серебро возросла в это время до 40%. С заключением мира она упала, и денежные знаки фактически находились в паритете, но в это время началась разорительная война в Италии против Наполеона III, и премия поднялась так же высоко, как и прежде. В 1864 г. была совершена совместно с Пруссией интервенция в Дании, а в 1866 г. началась война против Пруссии и, кроме того, произошел кризис, вызванный банкротством фирмы Overend and Gurney в Англии. Премия на серебряные флорины, которая понизилась в феврале 1866 г. до 1,75%, возросла в том же году до 30%.

Затем последовал период восстановления, в течение которого однако бумажные деньги (подобно американским гринбекам) сначала не увеличились очень значительно в ценности. Правда, первый год мира премия пала до 23,95%, а в 1868 г. 14,43%, но за трехлетие с 1869 по 1871 г. она составляла в среднем 21%. Только в 1872 г. (много позднее чем в Соединенных штатах) стало действительно отмечаться выздоровление, но в 1873 г. наступил кризис. Так же, как несколько позднее в Соединенных штатах, кризис оказал небольшое влияние на денежное обращение. Крайнее напряжение, характерное для кризиса, было смягчено рядом регулирующих мероприятий в области банкнотной эмиссии. Эмиссия Национального банка с 1863 г. регулировалась той же системой, которая была установлена в Англии законом 1844 года, причем предельная сумма эмиссии была установлена в 200 млн. флоринов, а всякое превышение этой суммы должно было покрываться серебром (или золотом). Напряжение банкнотной эмиссии, соединенное с сокращением импорта иностранного капитала, препятствовало сколько-нибудь значительному повышению ценности денег, и в течение двух или трех лет вексельный курс на Лондон оставался приблизительно на уровне 111 флоринов за 10 фунтов стерлингов, сравнительно с паритетом в 102,15 флорина. Однако, в 1876 и 1877 гг. растущая депрессия золотых цен, соединенная с угрозой войны на Балканском полуострове, вызвала новое обесценение, и в последнем году курс составлял в среднем 122,17 флорина. В Австро-Венгрии, так же, как и в Соединенных штатах, оживление торговли в 1879 г. принесло повышение ценности денег, и курс упал до 117,30. Но это все еще было далеко от прежнего паритета ценности. Курс на Лондон измерял ценность флорина в золоте, тогда как флорин все еще номинально означал $\frac{1}{90}$ килограмма чистого серебра. В 1879 г. средняя цепка серебра была 5174 пенса за унцию, и при этой цене серебро во флорине стоило 19,79 пенса, так что 121,26 флорина были равноценны 10 фунтам стерлингов. Действительно, флорин как денежная единица уже стоил дороже, чем серебро, в нем содержащееся, и металлическая ценность денег была восстановлена. Если бы законы о чеканке остались неизменными и серебро могло бы перечеканиваться без ограничения во флорины, то серебро непосред-

ответно стало бы мерилom ценности как фактически, так и в теории, как оно было им с 1820 по 1848 г. Но звено, которое прежде соединяло ценности золота и серебра, было разбито. Восстановить серебряную валюту значило бы отказаться от всякой устойчивости курсов с золотыми (транами, к числу которых относились почти все наиболее важные торговые нации мира, за исключением Азии. Было решено закрыть монетные дворы для серебра, ввиду решительного принятия золотой валюты. Еще до введения золотой валюты в Германии и последовавшего крушения биметаллизма в Австро-Венгрии было намерение принять золотую валюту. В 1870 г. были отчеканены золотые монеты по 8 и по 4 флорина, равноценные 20 и 10 франкам, и в то же самое время Национальный банк начал накапливать резерв золота и иностранных векселей. Поэтому было вполне естественно, что в 1879 г., когда было принято решение, монетные дворы были закрыты для серебра. Результатом было то, что в течение тринадцати лет денежной единицей был бумажный флорин с неопределенной металлической ценностью. По воле случая он был отрезан от старой серебряной единицы, а соответствующая золотая единица по старому соотношению 15% : 1 (которое сделало бы флорин в точности равным двум германским маркам) никогда не была принята. Период хорошей торговли и относительно высоких цен, который начался в 1878 г., продолжался до 1882 г. В этом году финансовый кризис в Париже возвестил наступление реакции, в венский курс на Лондон, который в течение трех лет имел среднюю величину между 117 и 118, возрос до 119,6. Он рос постоянно, пока обесценение флорина не достигло максимума в 1887 г., когда 126,61 флоринов были равноценны 10 фунтам стерлингов, и, все еще следуя течению торговли и золотых цен, курс упал тогда опять до 124,22 в 1888 г., до 119,55 в 1889 г. до 116,05 в 1890 и до 116,80 в 1891 году. Такое постоянство повышения ценности флорина, казалось, сулило благоприятные условия для фиксирования его золотой ценности и введения золотой валюты. Было бы слишком смело надеяться, чтобы старый паритет курса в 102,15 был достигнут в какое-нибудь не очень отдаленное время, но казалось безопасным принять 'Соотношение, соответствующее среднему курсу за ряд лет. Было решено принять соотношение 120.087. Новый золотой единицей должна была стать крона, которая должна была ходить за половину флорина, и из килограмма чистого золота должно было чеканиться 3 280 этих крон. Паритет курса на Лондон составлял при этом 24,0174 кроны за фунт стерлингов, а на Берлин 85,061 марок за 100 крон. Закон, устанавливающий новую чеканку, был утвержден в 1892 г. Сроком окончательного введения золотой валюты было установлено 1 января 1900 г., и в промежуток должны были быть предприняты шаги к извлечению всех правительственных билетов, обладавших законной платежной силой, и к замене их, в меру потребности, серебряной разменной монетой, а в остальной части—банкнотами Австро-венгерского банка, основанными на золоте. Правительство предприняло

шаги в получении золота посредством внешних займов. Но первые пять лет подготовительного периода обманули надежды. Действительно; 1892 г. был выбран неудачно. Повышательное движение, которое было истинной причиной постоянного повышения ценности флорина между 1887 и 1890 г., уже миновало свой зенит в Европе, хотя оно и продолжалось в течение года для двух в Соединенных штатах благодаря сочетанию увеличенного тарифа, блестящего урожая и денежной инфляции вследствие покупок серебра. Золотые цены, измеряемые индексом Зауэрбека, в 1892 г. были на 5% ниже 1891 г. Безработица в английских тред-юнионах возросла с 2,1% в 1890 г. до 3,5% в 1891 г. и до 6,3% в 1892 г. Венский курс на Лондон зловеще рос с 116,80 в 1891 г. до 119,29 в 1892 г., и к концу года был немного выше нового паритета. В 1893 г. курс стал более неблагоприятным, и после кризиса в Соединенных штатах возрос до премии более, чем в 5 %. Для 1893 г. премия на стерлинги составляла в среднем 3,1 %, а для следующего года, года крайней депрессии и очень низких цен, она составляла в среднем 3,8 %. Некоторое оздоровление наступило в 1895 г., но только в 1896 г., в том самом, когда окончились денежные затруднения в Соединенных штатах, была сглажена премия. С этих пор, благодаря процветанию и растущим ценам, установление золотой валюты очевидно близилось. Золотые цены возросли за четырехлетие 1896—1900 гг. приблизительно на 25%. Те же причины, которые уронили курс со 126,61 в 1887 году до 116,05 в 1890 г., опять были в действии, но так как Австро-венгерский банк был теперь готов покупать стерлинги по фиксированной цене, то курс не мог упасть много ниже своего нового золотого паритета в 24,0174 кроны за 1 фунт стерлингов (соответствующего 120,087 флоринов за* 10 фунтов стерлингов). Это привело к значительному укреплению золотых ресурсов Банка, которые возросли с 488 млн. крон в 1895 г. до 920 млн. в 1900 г. (включая иностранные векселя, оплачиваемые *à зште*). Страна, следовательно, пожалала плоды своей борьбы против неблагоприятной денежной конъюнктуры, в годы депрессии 1893-1896 гг. Она была готова встретить следующую торговую реакцию с обильными ресурсами для поддержания паритета своей новой золотой единицы. И действительно, золотая валюта выдержала все бури, пока не разразилась война 1914 г., когда налетевшим шквалом были сметены многие более важные человеческие установления.

Течение событий в России в некоторых отношениях было аналогично течению событий в Австро-Венгрии. Россия имела свой опыт бегства от безнадежного обесценения бумажных денег, разрубив узел в 1839 г., когда существовавшие билеты были выкуплены посредством новой эмиссии из расчета 2 рубля новых за каждые 7 рублей старых. Большие затруднения пережила Россия и в середине XIX века; не только разорительная Крымская война, но и Польское восстание усугубляли ее денежные затруднения. Бумажный рубль почти достигал своего серебряного паритета (4 франка или 38 пенсов) в 1863 г., но после этого упал

и колебался между 30 и 33 пенсами (со случайными падениями ниже 30 пайсов при наступлении политических или финансовых кризисов) до вторичной войны из-за Восточного вопроса в 1876-1878 гг. Осенью 1877 г. рубль упал до 2-2 7/8 пенса, и, хотя в начале 1878 г. 'ожидание мира вызвало мимолетное повышение до 26% пенса, он опять упал до 22% пенсов и не поднимался до тех пор, пока общий рост золотых цен в конце 1879 г. не повысил его до 25 7/8 пенса, а в начале 1880 г. — до 26% пенса. С Ослаблением торговли после 1882 г. рубль понизился, и после легкого оздоровления в 1884—1885 гг. обязанного, быть может, сокращению билетной эмиссии (с 973 млн. рублей в 1883 г. до 900 млн. в 1885), он был немного более 23 пенсов в 1886 г. и упал до 21 пенса в 1887 г., а кратковременно даже ниже 20 пенсов в начале 1888 г. В последней половине 1888 г. началось то оживление торговли, которое соблазнило Австро-Венгрию перейти на золотую валюту. Влияние этого оживления на рубль было даже более заметным, чем на флорин. К сентябрю рубль достиг 26 пенсов. К осени 1890 г. он повысился за короткое время до 30 пенсов, а в среднем за 1890 г. досчитал 28 пенсов. Русское правительство уже накапливало золотой запас и золотые остатки за границей. Во хотя приготовления продолжались, новая валюта не была немедленно утверждена, и рубль оставался без всякой определенной паритетной ценности. В 1891 г. произошло стремительное падение, и к январю 1892 г. рубль едва стоил 23 пенса. Однако с этого момента началось оздоровление. Это оздоровление, в то время когда золотые цены злополучно падали и все другие бумажные деньги пропорционально обесценивались, требует некоторого объяснения. Оно может быть найдено отчасти в плохом урожае в 1891 г.—причина, которая усилила падение курса в этом году, но в то же время создала возможность некоторого оздоровления вопреки неблагоприятным условиям за границей. Важным фактором было, вероятно, увеличение русского таможенного тарифа (уже в высшей степени покровительственного) на 20% в 1891 г. К 1893 г. рубль укрепился на уровне приблизительно 25 пенсов, ж русское правительство решило принять меры к укреплению его ценности. Подобно флорину в 1879 г., рубль теперь вплотную подошел к своему номинальному серебряному паритету, и свободная чеканка серебра была прекращена в январе 1893 г. В следующем году правительство прибегло к тому, что теперь называют «exchange standard». Оно выдавало векселя, оплачиваемые через три месяца, на различных своих агентов за границей, фиксируя размер курса в 46,27% рублей за 100 марок¹. Тогда было объявлено, что Государственный банк готов * 10

¹ См. «Report of Fowler Committee on Indian Currency», приложение Jfi 59 (Memorandum by Mr. Nohler). Старый рубль был почти точно равен 4 франкам. Так как 100 франков равны 81 марке, то 25 старых рублей стоили по паритету 81 марку, а 100 марок стоили 30, 867, рублей. Новый курс был на 50% выше (подлежащий очень небольшой марже). Он был равноценен 25 2/3 пенса или, в той форме, как обычно котируются курсы на Лондонской бирже, 94,58 рублям за 10 фунтов стерлингов.

продавать эти векселя по этому расчету или покупать другие по тому же самому расчету, и что они могут быть получены в Кредитной канцелярии (Отдела Министерства финансов в Петербурге) и в отделениях Банка в определенном числе городов. Таким образом, был фиксирован лимит, ниже которого рыночная ценность рубля не могла упасть. Биржевые бюллетени всякий день давали сообщения о цене, по которой правительство продавало или покупало векселя. Подобно Австро-Венгрии и Соединенным штатам, положение в России облегчалось торговым оживлением, начавшимся в 1896 г. Новая золотая единица была утверждена в декабре 1895 г., причем пятирублевая золотая монета была объявлена равноценной 7% бумажным рублям.

Существующие золотые монеты были основаны на старом соотношении 15 У_з : 1, которое делало рубль стоящим 4 франка или 38 пенсов. Новый рубль составлял $\frac{2}{3}$ старого и стоил поэтому $2,66\frac{2}{3}$ франка или $25\frac{3}{8}$ пенса. Указом от января 1897 г. была утверждена чеканка империалов и полумимпериалов старого веса и пробы с новым наименованием в 15 и 4У_з рублей, а чеканка пятирублевых монет была установлена в ноябре 1897 года.

Таким образом Россия и Австро-Венгрия легко перешли к золотой валюте. Обе страны начали с бумажных денег, обесцененных в отношении их номинальной ценности в серебре. Обе увидели, что серебро упало прежде, чем стал возможен возврат к эффективной серебряной валюте. Обе отказались от серебряной валюты и прошли через период, когда их бумажные деньги превышали по ценности единственную металлическую единицу, с которой они были всегда связаны, но все еще были ниже золотой ценности, соответствующей этой денежной единице в иностранных денежных системах. Флорин стоил более, чем 7₀₀ килограмма чистого серебра, но меньше, чем 2 марки. Рубль стоил больше, чем V₈₀ килограмма серебра 900 пробы, но меньше, чем 4 франка. Обе страны фиксировали новые золотые ценности своих денежных единиц, приближаясь к рыночным ценностям. Ни должники, ни кредиторы не могли бы жаловаться на такое решение; должники могли платить долги в золоте по старому соотношению; кредиторы могли принимать платежи в серебре.

Пример Индии отличается от примеров России и Австро-Венгрии в том отношении, что там не было периода неразменных бумажных денег между серебряной и золотой валютой. В Китае и других соседних странах в Азии серебряная валюта стояла твердо, вопреки обесценению и вытекающему отсюда беспорядку в меновых соотношениях с золотом валютными странами. Однако отношения между Индией и Англией были настолько тесными, что такое положение вещей начало вызывать серьезные неудобства. При соотношении 157 $\frac{1}{2}$: 1, рупия, весившая $\frac{3}{8}$ унции серебра пробы $\frac{11}{12}$, стоила около 1 шиллинга и 1 пенса. Поскольку падало серебро, падала и ценность рупии, и в финан-

совом 1878/79 г.¹ средняя цена, вырученная по векселям, проданным индийским правительством, составила только 1 шиллинг 7,8 пенса. В течение года или двух падение было задержано, и в 1884/85 г. цена была все еще недостаточно высока, составляя 1 шиллинг 7,3 пенса, но тогда она опять быстро упала, и в 1888/89 г. составляла в среднем только 1 шиллинг 4,4 пенса. Повышение до 1 шиллинга 6 пенсов в 1890/91 г. (год издания (закона Шромина о покупке серебра в Соединенных штатах) оказалось преходящим, и к 1892/93 г. рупия упала до 1 шиллинга 3 пенсов. Не было никакой надежды, что она остановится на этом уровне. Серебро упало до 38 пенсов за унцию, несмотря на покупки серебра в Соединенных штатах, и казалось вероятным, что эти покупки серебра не будут продолжаться долго. Падение рупии вызывало затруднения в двух направлениях. Оно нарушало равновесие бюджета, так как значительная часть доходов Индии была зафиксирована в рупиях, тогда как правительство имело крупные обязательства, регулярно оплачиваемые стерлингами в Лондоне. Но, что было безусловно более важным, неустойчивость курсов вносила элемент неопределенности в англо-индийскую торговлю. Правительство, действуя по совету комитета под председательством лорда Гершелля, решило приостановить свободную чеканку серебра и — с целью перейти в конце-концов к золотой валюте — объявило, что британские соверены будут разминиваться по предъявлении на рупии из расчета 15 рупий за фунт стерлингов, т. е. по 1 шиллингу 4 пенса за рупию. Это мероприятие несомненно не могло само по себе предохранить рупию от падения, хотя оно предохраняло ее от роста выше 1 шиллинга 4 пенсов. Однако приостановка свободной чеканки должна была раньше или позже привести к повышению рупии, и, следовательно, было основание ожидать, что цена в 1 шиллинг 4 пенса станет окончательно действующей. С июня 1893 г., когда монетные дворы были закрыты, ценность рупий определялась в точности так же, как если бы это были неразменные банкноты, обладающие законной платежной силой. Общее количество денег в стране было фиксировано, и до тех пор, пока монетные дворы оставались закрытыми, не было способа его увеличения, за исключением ввоза соверенов, а до тех пор, пока курс оставался ниже 1 шиллинга 4 пенсов, соверены не могли ввозиться. Тем не менее курс сперва продолжал падать. В 1893/94 г. он составлял в среднем 1 шиллинг 2,5 пенса, в 1894/95—1 шилл. 1,1 пенса, в 1895/96 г. — 1 шиллинг 1,6 пенса. Но в 1896/97 г. он возрос до 1 шиллинга 2,4 пенса, в 1897/98—до 1 шиллинга 3,3 пенса и, наконец, в 1898 г. он был равен 1 шиллингу 4 пенсам. Была назначена другая комиссия под председательством покойного лорда Уолверхемитона (тогда еще сэра Г. Фаулера). Эта комиссия рекомендовала, чтобы соверен был сделан законным платежным средством в Индии, и выработала меры

¹ Считая год с 1 апреля по 31 марта.

В целях поощрения циркуляции золота в стране. Предлагалась система, при которой рупия стала бы просто субсидиарной монетой, но **было** признано, что временно **было** бы невыполнимо ограничить сумму, в пределах которой¹ рупия должна быть законным платежным средством. Чеканка рупий должна была продолжаться до тех пор, пока их место в системе денежного обращения не могло бы быть заполнено золотом, но комиссия признала, что прибыль от чеканки рупий (которые в это время стоили значительно больше, чем содержащееся в них серебро) должна была накапливаться в отдельном золотом резерве, подлежащем расходованию всякий раз, когда курс упал бы ниже золотой точки.

Индийское правительство приняло эти представления. Британские соверены и полусоверены были сделаны законным платежным средством в 1899 г., и была сделана попытка внедрить эти монеты в обращение путем выкупа банкнот и учинения других правительственных платежей в золоте, хотя получатели определенно требовали серебра. Но скоро стало ясным, что золото было нежелательно. Индийское правительство все еще было связано своим обязательством выплачивать рупии в обмен за золото, и коль скоро было выплачено Золото, оно представлялось для обмена на рупии. Результатом этого явилась замена рупий золотом в резервах, которые правительство держало для обеспечения эмиссии, и уценка рупий из этого резерва скоро стала приводить к затруднениям. Если бы за недостатком рупий стало необходимым настаивать на размене банкнот золотом, доверие к банкнотам могло бы быть разрушено. И правда, мимолетный недостаток предложения рупий в Калькутте в апреле 1900 г. привел действительно банкноты к учету в $7\frac{1}{2}\%$, а само золото — к учету в $2\frac{1}{2}\%$. Средством против этого несомненно была бы чеканка большего количества рупий, и это было сделано. В 1899/1900 финансовом году было отчеканено рупий на сумму 132 лака \ а в 1900/01 году — 1 694 лака, всего же на сумму 1 826 лаков, или на 12 млн. фунтов стерлингов. Это подняло вопрос о накоплении золотого запаса, как рекомендовала комиссия Фаулера, за счет прибыли от чеканки. Несостоятельность попытки внедрить золото в обращение усилила значение этой меры, и возобновление чеканки рупий требовало немедленного решения вопроса. Затем было признано, что если этот резерв должен всегда использоваться, то его желательно было бы иметь в Лондоне. Накопить золото в Индии было бы поэтому затруднительным делом, так как золото должно было бы, по всей вероятности, во-первых, быть привлечено или во всяком случае отвлечено от лондонского рынка и затем опять послано обратно в Лондон, когда бы это ни потребовалось. Было решено накопить резерв ¹

¹ Лак—100 тыс. рупий, а крор—10 млн. рупий. Пока рупия была равна приблизительно 2 шиллингам, крор составлял около 1 млн. фунтов стерлингов, а лак—10 тыс. фунтов. При курсе рупии в 1 шиллинг 4 пенса имеем соответственно крор—666 666 фунтов 1В шиллингов 4 пенса, а лак—6 666 фунтов 13 шиллингов 4 пенса.

в Лондоне и держать его в форме приносящих проценты ценных бумаг. Этот резерв, резерв золотой валюты, как он был назван, мог быть использован только в том случае, когда рупия начинала падать ниже предписанной ценности в 1 шиллинг 4 пенса (или скорее несколько ниже ценности, положим, в 1 шиллинг 3% пенса, соответствующей экспортной золотой точке).

В течение следующих пяти лет наблюдался постоянный спрос на рупия—вначале умеренный, но постоянно увеличивающийся. Правительство получало свои доходы рупиями в Индии и расходовало значительную часть их фунтами стерлингов в Лондоне, и в течение многих лет практиковалась посылка векселей или телеграфных переводов на Индию в Лондон. В самом деле, правительство приходило на валютный рынок предлагать рушш в Индии в обмен на фунты стерлингов в Лондоне. Пока Индия имела систему свободной чеканки, правительство просто продавало ровно столько рупий в год, сколько требовалось для снабжения его деньгами, необходимыми в Лондоне. Но теперь должна была фиксироваться не продаваемая сумма, но величина курса. Если бы спрос на рупии и курс проявлял повышательную тенденцию, правительство должно было продавать больше рупий, чем было бы достаточно для покрытия его лондонских требований. Его запас рупий опустошался бы, и оно должно было бы пополнять его. Это могло быть сделано покупкой серебра и отправкой его в Индию для перечековки. Серебро покупалось в Лондоне и Оплачивалось из лондонских запасов наличности, уже разбухших настолько же, насколько опустели запасы рупий. Отчеканенные рупии добавлялись к индийским запасам, а лондонские запасы снижались на сумму, уплаченную за серебро, а также на разницу между этой суммой и ценностью рупий, т. е. на прибыль от чеканки, которая должна быть выплачена резерву золотой валюты. Таким образом лондонский запас наличности — за исключением резерва золотой валюты—уменьшался в точности на ту сумму, на которую увеличивались индийские запасы. Если спрос на рупии был так настоятелен, что индийские запасы не могли покрыть его, то запас имелся еще в резерве денежного обращения, который держался для обеспечения банкнотной эмиссии. Покупка и пересылка серебра, а также процесс чеканки отнимали время, и в случае непредвиденного спроса, на рушш в форме использования для оплаты векселей в Лондоне, могло не быть времени для пополнения индийских запасов вновь отчеканенными рупиями. Но рупии из резерва денежного обращения могли быть выпущены только, как это было в 1900 г., в том случае, если на их место будет депонировано золото. Банкнотная эмиссия была основана на английской системе фиксированной твердой эмиссии. Имелось наличие ценных бумаг ценностью до 10 крор (увеличенное в 1906 г. до 12 и в 1912 г. до 14), служивших обеспечением банкнотной эмиссии, и все банкноты, 'превышающие эту сумму, должны были быть покрыты рупиями или золотом. Золото могло

быть и в Индии или в Лондоне, но, где бы оно ни находилось, это должен быть действительный металл; банковский кредит, оплачиваемый в золоте, не отвечал закону. Так как иногда бывало неудобно изымать золото из Английского банка для замещения серебра в резерве денежного обращения, то в 1905 и 1906 гг. было решено держать часть резерва золотой валюты в форме серебра, при чем эта сумма была установлена в 6 крор или 4 млн. фунтов стерлингов. В течение периода 1901 — 1907 гг. рупии чеканились сначала в умеренном количестве, а затем в очень крупных суммах, и резерв золотой валюты, который слагался из прибылей от чеканки, постоянно возрастал. Несмотря на то, что в 1907 г. половина прибылей была обращена на другие цели, резерв достиг в итоге к концу 1907 г. 17% млн. фунтов стерлингов.

Тогда произошло внезапное изменение. Явно неутолимый спрос на рупии прекратился, и начался в такой же мере настойчивый спрос на размен избыточного количества рупий либо на золото, либо на золотые кредиты в Лондоне. Стало невозможным продавать обычные векселя на Индию в Лондоне в пределах предписанного минимального лимита курсовой ставки. Рупии, которые в нормальный год были бы уплачены в Индии по представлению векселей, скопились в индийских казначействах, и для получения денежных сумм в Лондоне, на предмет покрытия английских обязательств правительства, эти рупии были внесены в резерв денежного обращения, а эквивалентная сумма золота, значившаяся в кредите этого резерва в Лондоне, была реализована. Металлическая доля резерва — денежного обращения была таким образом поддерживаема неизменно в согласии с законом; но золото было заменено рупиями. Золото, находившееся в Индии на кредите резерва денежного обращения, равным образом было выплачено. Вначале индийское правительство колебалось расстаться с ним, так как оно имело выбор в уплате рупиями. Но курс упал до легкого дисконта, и было решено свободно выплачивать золото.

Тем не менее, в марте 1908 г. стало ясно, что приостановка продажи векселей и реализация золота в Индии были недостаточны сами по себе для поддержания курса. Было решено продавать векселя на Лондон в Индии. Векселя должны были оплачиваться в Лондоне за счет сумм, находящихся на кредите резерва золотой валюты, путем реализации для этой цели ценных бумаг, а рупии, полученные за векселя в Индии, должны были оставаться там как часть этого резерва. Эта мера достигла своей цели. В течение следующих шести месяцев было продано векселей на сумму до 8 млн. фунтов стерлингов, благодаря чему лондонская часть резерва золотой валюты понизилась с 14 до 6 млн. фунтов стерлингов, а индийская доля в рупиях возросла с 4 млн. (6 крор) до 12 млн. (18 крор) фунтов стерлингов. К этому времени курс восстановился, спрос на векселя прекратился, и скоро возобновился нормальный спрос в Лондоне на правительственные векселя на Индию. Очень крупное количество рупий было извлечено из

обращения. Резерв бумажно-денежного обращения, который к 31 марта 1907 г. составлял 19 крор серебром и 16 крор золотом, к 31 марта 1909 г. уже составлял 31 крор серебром и 2 крора золотом. Затем последовал постоянный отлив рупий в обращение, и к 1912 г. оба резерва вместе составляли только 18 крор, и чеканка опять была возобновлена.

Индийский опыт с 1893 г. может быть суммирован следующим образом: с 1893 до 1898 г. предложение денег было постоянной величиной, а ставка курса—переменной, падавшей до 1 шиллинга 1 пенса в 1894/95 г. и повышавшейся до 1 шиллинга 4 пенсов в 1898/99 г. Затем величина курса стала постоянной, а предложение денег—переменной величиной. Действительное увеличение или уменьшение количества денег (рупий и банкнот, но не соверенов) на руках у населения может быть точно измерено из года в год, так как можно было предполагать, что рупии, однажды выпущенные, не могли быть расплавлены. Увеличение рупий в обращении получается путем прибавления вновь отчеканенных рупий к рупиям, находящимся в резерве денежного обращения и (в резерве золотой валюты к началу года, и путем вычитания оттуда рупий, находившихся в резервах к концу года. Сумма банкнот на руках у населения была равна общему итогу миссии за вычетом правительственных запасов и банковских резервов. Результаты этих расчетов следующие:

Поглощение денег в (лаках)

Г о д ы	Рупии	Банк- ноты	Всего	Г о д ы	Рупии	Банк- ноты	Всего
1898/1899 ...	U	251	224	1906/1907 ...	1726	383	2109
1899/1900 .		1123	172	1907/1908 . .	425	—385	40
1900/1901 ...		1275	—18	1908/1909 ...	—1557	235	—1322
1901/1902 ...		211	31	1909/1910 ..	1403	503	1906
1902/1903 ...		345	259	1910/1911 ...	392	19	411
1903/1904 ...		1059	328	1911/1912 ...	1066	444	1510
1904/1905 ...		794	36	1912/1913 ...	104»	271	1320
1905/1906 ...		1466	417				
	1		*				

Исследователь, не знающий всей совокупности индийского опыта, естественно затруднился бы объяснить эти цифры. Индия по площади, населению и разнообразию рас и наречий является континентом, во многих отношениях глубоко отличным от Европы и Америки. Мы не должны поспешно относить к индусам обычаи и точки зрения в денежных делах, которые свойственны европейцам. К счастью, мы имеем отчеты, свидетельские показания и другие документы трех авторитетных исследователей индийского денежного обращения и финансов — комитета Гершелля в 1893 г., комитета Фаулера в 1898/99 г. и комис-

сия Чемберлена в 1913/14 г. Там мы находим плоды опыта крупных экспертов индийского денежного обращения и банкового дела.

Прочитывая официальную корреспонденцию между индийским правительством и министром по делам Индии по поводу различных административных мер, которые были предприняты за 1899 — 1912 гг. для регулирования индийского денежного обращения (Приложения У к отчету Комиссии Чемберлена), мы находим три последовательных крайности, которые должны быть объяснены. Первая возникла в 1899 и 1900 гг. благодаря неожиданно большому всасыванию рупий в обращение — 2 398 лаков за два года. Вторая относится к 1905—1907 гг., когда после слабого интервала повторились те же условия, при чем было поглощено 3 192 лава за два года. Третья возникла в конце 1907 г. благодаря значительному возвращению рупий из обращения, при чем 1 557 лаков было возвращено за один год. Были представлены объяснения каждой из этих крайностей по очереди. Касаясь в письме 28 июня 1900 г. высоты спроса на рупии, Эдуард Лоу, один из членов Совета вице-короля, объясняет этот феномен, отчасти по крайней мере, жестоким голодом, который произошел в сезон 1*899/1900 г. «Значительная масса населения являлась чисто сельскохозяйственной. Земледелец в обычные времена имеет очень небольшую потребность в деньгах в форме серебряных монет; он сам является производителем значительной доли пищи, которую он потребляет, а его другие потребности, которые должны быть удовлетворены путем покупки, ничтожны. В периоды голода, однако, положение меняется. Пища, потребляемая пострадавшим земледельцем, должна быть куплена и оплачена монетой, ж так как кредит во времена бедствий истощается, то все его другие потребности в равной мере должны быть оплачены наличными деньгами».

«Я думаю, что мы должны просто принять во внимание громадное множество людей, которые, при обычных обстоятельствах, пользуются кредитом для мелких покупок и чьи потребности теперь могут быть удовлетворены только путем покупок на наличные, чтобы оправдать ненормальный рост циркуляторных средств, потребных для удовлетворения этой необычной ситуации».

Если мы перейдем к следующему периоду напряжения, мы найдем совершенно отличный диагноз крупного спроса на рупии. В полуофициальной записке от 18 октября 1906 г. один чиновник финансового департамента Индии говорит: «Урожай джута был превосходным, и цены превысили все ожидания; они были почти вдвое выше цен за тот же сезон последнего года».

«Есть основание думать, что отлив резервов будет продолжаться. Урожай хлопка подавал хорошие надежды, и было бы небезопасно предвидеть меньший торговый спрос на рупии в течение зимних месяцев, чем мы имели последний год».

«Значительное оживление торговли и внезапность и величина спроса на рупии, которые благодаря этому надвигаются на вас, заставляют нас внимательно обсудить, куда обратиться за помощью в случае нужды».

Наконец после третьего кризиса 1908 г., когда затруднения заключались не в том, чтобы доставить рупии для обращения, но чтобы изъять сотни лаков излишних рупий из обращения, часто достаточных, чтобы спасти курс от падения ниже золотой точки, индийское правительство отправило письмо министру по делам Индии, датированное 1 апреля 1909 г., с описанием ситуации. «В течение периода от ноября 1907 г., когда курс впервые упал существенно ниже 1 шиллинга 4 пенсов, до конца истекшего января мы потеряли 15 млн. нашего золота. Это является результатом неблагоприятных условий и голода, который все же был не так распространен, как это было в других случаях».

Столкнувшись с этими тремя мнениями, добросовестный исследователь может быть прощен, если он почувствует себя неудовлетворенным. Если столь жестокий голод, как в 1899/1900 г., вызвал значительный спрос на рупии, которым отмечен этот год, то почему «голод, который все же был не так распространен, как это было в других случаях», шел как раз противоположный результат и произвел наплыв рупий и спрос на валюту? И почему голод 1899/1900 г. имел то же самое действие, как хороший трон;ай джута и хлопка и оживление торговли в 1906/07 году?

Министр по делам Индии, отвечая 2 июля 1909 г. на письмо индийского правительства от 1 апреля, указывал, что если бы даже голод был ограничен, «он произошел в то время, когда условия были исключительно неблагоприятны для поддержания курса. Влияние голода на понижение возможности Индии экспортировать некоторые товары чувствовалось в то время, когда заграничный спрос на товары, которые Индия могла экспортировать, был серьезно ограничен коммерческой депрессией в большей части мира, усрненной, если не созданной в значительной мере, финансовым кризисом в Соединенных штатах Америки».

В самом деле, 1907 г. явился во всем мире кульминационным пунктом периода большого расцвета и оживления торговли. Товарные цены—включая цены джута и хлопка, успешный урожай которых предвещал спрос на рупии осенью 1906 г.—неизменно возрастали с начала 1905 г., при чем среднее возрастание, измеряемое индексом цен, в момент достижения максимума превысило 15 %. Приблизительно с июня 1907 г. началось снижение цен и застой в торговле, под влиянием которых положение кредита в Соединенных штатах начало ухудшаться. Крах наступил в октябре. Иногда упадок торговли является медленным процессом, растягивающимся на четыре или на пять лет, разделенным значительными интервалами на ряд более или менее серьезных кризисов в различных частях мира. Иногда реакция наступает с силой взрыва, и весь торговый мир в один момент переходит от процветания к крайней депрессии. Это то, что произошло осенью 1907 г. В начале 1908 г. товарные цены были уже на 10% ниже максимума 1907 г. Банкротства, безработица и нищета господствовали повсюду в течение нескольких месяцев. Индийская система денежного обращения была спасена на

короткое время от шторма, так как он разразился в Индии в деятельный сезон, когда там должен был быть сильный спрос на рупии. Он полностью успокоил обычный спрос и действительно довел временно рупии до учета. В марте 1908 г. деятельный сезон прошел, стало необходимо продавать векселя на Лондон в Индии в целях поддержания курса. Таким образом причиной, почему было необходимо извлечь из обращения 15 крор рупий в 1908 г., было просто то, что ценность золота в товарах возросла, и без этого снижения количества рупий в обращении ценность рупии в золоте упала бы.

Голод имел относительно второстепенное значение, но несомненно, министр по делам Индии был прав относительно природы и направления его влияний. Голод имеет тенденцию сделать вексельные курсы неблагоприятными. Россия имела до некоторой степени аналогичный опыт в 1891/92 г., когда плохой урожай совпал с уменьшением торговли и рубль упал в течение нескольких месяцев с 28 до 23 пенсов. Объяснение спроса на рупии в 1899/1900 г., данное Эдуардом Лоу, являлось не более, чем остроумным предположением. Этот спрос произошел в точности в такое же время хорошей торговли, которое повторилось в 1906/07 году с теми же самыми последствиями. Как мы видели на примерах России, Австро-Венгрии и Соединенных штатов, повышательная тенденция золотых цен, или, другими словами, обесценение золота, которое преобладало с 1896 до 1900 г., в значительной мере облегчило поддержание на уровне предписанной золотой ценности бумажных денег или серебряных монет. Опыт Индии весьма схож с опытом этих стран. В годы падающих цен, которые последовали за расцветом 1888—91 гг., индийский курс падал, достигая минимума в 1895 г. После этого он начал расти, пока в 1898 г. не достиг уровня в 1 шиллинг 4 пенса, при котором индийское правительство приняло на себя обязательство выплачивать рупии в обмен за золото. Выше этого пункта курс не мог расти, и то самое влияние, которое раньше повышало курс, с этих пор направилось на увеличение спроса на рупии. Наиболее поразительным фактом является то, что период растущего курса с 1896 до 1900 г. был отмечен двумя жестокими неурожаями, одним в 1896/97 и другим в 1899/1900 гг. и были, следовательно, некоторые оправдания теории, выдвинутой Эдуардом Лоу. Но в одном отношении теория не выдерживает критики. Во время голода может быть больше наличных сделок, чем во время изобилия, но это не значит, что население будет держать большие наличные остатки. Очевидно, крестьяне, которые не в состоянии прокормить себя продуктами своего хозяйства, должны будут расходовать свои деньги и опустошать свои сбережения. Счастливые торговцы, которые имеют пищу для продажи, могут увеличить свои денежные остатки, но беря все классы вместе, получим в итоге, что голодающее население будет расставаться с деньгами в обмен на пищу. Но из опыта после 1893 г. можно сделать вывод, что неурожай не относится к числу наиболее решающих факторов в определении курса индийской валюты.

Влияние неурожая 1896/97 и 1899, 1900 гг. во всяком случае должно быть незначительным, так как ни повышательная тенденция курса не была прервана первым, ни спрос на рупии не был задержан вторым.

В Индии, как и повсюду, состояние урожая должно быть рассматриваемо как один из факторов, влияющих на курс. Но преобладающим фактором является мировое движение кредита с последовательным чередованием понижения и повышения ценности золота. Правда индийское население более первобытно, чем население Европы. Банковое дело там мало развито. Преобладает накопление сокровищ. Экономические побуждения иногда действуют неизвестными и неожиданными путями. Но остается справедливым, что население может поглощать рупии только тогда, когда оно может продавать по высоким ценам, а оно может продавать по высоким ценам только тогда, когда, золотые цены вообще высоки. Урожай джута и хлопка в 1906 г. был продан по хорошим ценам, потому что в то время в Европе имела место экспансия кредита. Индийские производители этого урожая желали получить оплату в рупиях, тогда как выручка от продажи была получена стерлингами в Лондоне. Отсюда *спрос*, на векселя, посредством которых стерлинги могли бы быть обращены в рупии. Американский кризис и последовавшее сжатие спроса в золотых странах подорвали рынок для индийского экспорта. Разоренные торговцы стали извлекать рупии из своих накоплений для покрытия расходов и оплаты налогов. Склонность к накоплению и мешкотность в реагировании на изменения цен должны были сделать Индию не менее, но более чувствительной к движениям денежного обращения в других местах. Если индийские кунцы не повышали цены, они продавали всего больше Европе; если они накапливали рупии, которые они получали, а не тратили их, они покупали всего меньше; их способность к поглощению рупий должна была усиливаться в обоих случаях.

Еще до закрытия монетных дворов в Индии денежные системы Востока отражали кредитные движения Запада. Но это влияние проявлялось не в изменении объема денежного обращения Индии или Китая, но в изменении цены серебра. Серебро, подобно золоту, получает свою ценность, отчасти благодаря тому факту, что оно служит для покупки товаров. Когда экспансия кредита повышает денежные цены товаров в Европе, она повышает также и денежные цены восточных товаров вместе с остальными. Восточные товары могут быть куплены на серебро, и спрос на них отражается на увеличении цены серебра. Кредит в серебряных странах не имеет той же возможности экспансии, как в золотых странах, и поэтому серебряные цены не могут расти в той же пропорции, как золотые цены, если количество серебряных денег не возрастает. С 1873 г., когда серебряный рынок стал независим от золотого рынка, цена серебра регулярно росла в моменты хорошей торговли и падала в моменты плохой торговли, хотя эти колебания преодолевались общей тенденцией в падении приблизительно до 1912 г., так что рост был ничтожен, а падение значительно. Это означало просто, что

цена серебра обнаруживала те же тенденции, как и цены других товаров, и это продолжалось почти так же отчетливо после 1893 г., как и прежде.

Существенной чертой системы «Gold Exchange Standard», как она была установлена в Индии, является принятие величины курса как индекса спроса на рупии и, соответственно, выпуска или изъятия рупий из обращения. Не в том дело, конечно, что рупии выпускаются в обращение или изъеются из обращения в процессе продажи валюты; каким бы путем они ни были выпущены или изъяты, ценность рупий будет определяться количеством их в обращении. После опыта 1908 г. некоторые люди утверждали, что золото, находящееся в Индии в резерве денежного обращения—поскольку оно, будучи уплачено в обмен за рупии, не экспортируется, но остается в стране—менее действительно в поддержке курса рупий, чем золото, находящееся в Лондоне, которое прямо поступает на валютный рынок. Но золото в Индии выполняет существенную функцию размена рупий. Даже если оно не экспортируется, то оно требуется не как деньги, но как товар, ибо спрос на золотые украшения никоим образом не по-остана вливается полностью неблагоприятной торговой конъюнктурой. В том же соотношении, как рупии сосредоточивались в кладовых правительства, ослабевала способность населения предлагать рупии в обмен на европейские товары, и неблагоприятный курс выправлялся. Заблуждением является приписывать слишком большое значение действительным способам покрытия торгового баланса. Неблагоприятный торговый баланс может явиться в результате избытка денег и может быть выправлен путем сокращения денежного обращения.

ГЛАВА XXI

ВЕЛИКАЯ ВОЙНА

В этой главе я предполагаю коснуться очень коротко некоторых влияний великой войны на денежное обращение и кредит, с целью объяснить в частности те явления в области денежного обращения, которые имели место за годы, истекшие после восстановления мира.

Подавляющее напряжение и суровость кризиса, которые предшествовали и сопровождали объявление войны 1914 г., обязаны в весьма значительной доле тем крупным финансовым и коммерческим нациям мира, которые были вовлечены в войну. Кризис начался на рынках инвестиций. Еще до Австро-венгерского ультиматума 23 июля 1914 г. Сербии имели место необычайно крупные продажи международных ценных бумаг сначала в Вене, потом в Берлине, Петербурге и Париже. Ультиматум сделал войну очевидностью. Война, сопровождающаяся чрез-

Бычайными заемными операциями воюющих правительств, должна была вызвать ожидание обесценения существующих инвестиций в огромной и дотоле неизвестной степени. Цены, отмечаемые на рынках, должны были соответствовать ожиданиям тех, кто имел дело с ними. Если бы цены не отражали этого, то профессиональные дельцы были бы смущены чрезмерностью либо продаж, либо покупок. В июле 1914 г. рынки инвестиций могли найти новое сочетание равновесия цен только методом приближения и ошибок; они должны были идти на понижение цен, что-бы увидеть, будут ли держатели воздерживаться от продаж.

Если бы в течение некоторого промежутка времени продажи не были задержаны, то торговцы ценными бумагами были бы переобременены увеличением своих запасов ценных бумаг. Этот процесс не заключается в себе неизбежно какой-либо передачи капиталов из одного центра в другой, хотя если давление продаж при достигнутом уровне цен будет в одной стране больше, чем в другой, то первая будет продавать ценные бумаги последней, которая поэтому станет должницей первой страны. Всякая страна, где вкладчики подвержены панике, будет стремиться продавать стране, где вкладчики сохраняют хладнокровие..

Поток продаж международных ценных бумаг, который устремился из европейских центров, должен был найти рынок в Лондоне и Нью-Йорке. Продавцы требовали денег в Европе, и выручка от продаж ценных бумаг в Нью-Йорке поступала на валютный рынок, для перевода либо в страны продавцов, либо в Лондон.

Прилив капиталов в Лондон не был вызван английскими продажами ценных бумаг. Он был следствием положения Лондона как международного расчетного центра и международного заимодавца. Лондон был наиболее удобным местом для держания ликвидных капиталов. Там они могли наиболее легко найти временное помещение или, если позволяли обстоятельства, могли быть вновь инвестированы на длительный срок.

Лондой был также местом, где большинство коммерсантов всего мира погашали свои срочные обязательства. Торговля повсюду финансировалась векселями на Лондон; покупатели товаров рассчитывались по векселям, трассированным продавцами на лондонские акцептные дома или банки, и были обязаны позаботиться о необходимых суммах в английской валюте для покрытия векселей при наступлении срока.

Если бы векселя трассировались только для финансирования импорта в Англию, то никакого затруднения не возникало бы, так как в этих случаях выручка от продаж была бы получена в стерлингах и могла бы быть использована для покрытия векселей. Но очень крупная масса векселей представляла товары, предназначенные для продажи в другие страны, и импортеры, которые получили бы выручку от продажи в местной валюте, должны были бы идти на валютный рынок и покупать стерлинги прежде, чем они могли бы погасить свои обязательства акцептантами в Лондоне.

Эта акцептная деятельность Лондона в финансировании международной торговли была столь преобладающей, что спрос на стерлинги заслонял все другие требования.

В понедельник 27 июля, в первый деловой день после разрыва дипломатических сношений между Австро-Венгрией и Сербией, нью-йоркский валютный рынок, подавленный спросом переводов на Лондон, испытал крах, и мир почувствовал первое ужасающее содрогание паники. Валютные связи между Нью-Йорком и Лондоном были исключительно чутким нервным узлом; тронуть его — значило задержать жизненные реакции организма мировых финансов.

Торговцы валютой столкнулись с массой требований о переводе на Лондон; едва ли кто-нибудь нуждался в переводе в обратном направлении. Казалось, что ни одной котировки не могло быть зафиксировано, которая способствовала бы уравниванию спроса и предложения. Значительные суммы золота были быстро отправлены, но золото не могло быть ни отгружено, ни застраховано в неограниченных количествах, и защита от военных рисков уже выпала на долю страхового рынка. Валютные котировки стали чисто «номинальными», и торговля была ограничена изолированными сделками, при чем каждая из них отдельно заключалась по фантастическим ценам.

Одним из способов получения наличных денег была продажа ценных бумаг. Крах валютного рынка делал продажу ценных бумаг в Нью-Йорке бесполезной в качестве способа получения стерлингов; это направило поток продаж в самый Лондон.

Паника была следовательно в полном разгаре, и курсы ценных бумаг стремительно падали. В быстрой последовательности континентальные биржи приостановили свою деятельность, а 31 июля закрылась и Лондонская фондовая биржа. Нью-йоркская биржа закрылась в тот же день.

Закрытие всех рынков инвестиций, соединенное с крахом валютных рынков, отрезало клиентам лондонских акцептных домов все способы запастись денежными суммами в Лондоне. Акцептные дома стали перед угрозой неминуемого разорения. 2 августа был объявлен мораторий. Но этим мероприятием и закрытием биржи почти все легко реализуемые ресурсы банков, за исключением их действительной наличной кассы, были заморожены.

При этих обстоятельствах нерабочий день 3 августа в банках был продолжен еще на три дня, чтобы дать время для выработки плана мероприятий. Частичный мораторий 2 августа, который дал передышку акцептным домам, просто переложил их затруднения на банки, которые полагались на векселя и займы дисконтных домов, как на свои главнейшие ликвидные ресурсы после наличной кассы. Или банкам также должен быть дан мораторий, или они должны получить ссуду, в какой-либо форме, позволяющую им покрывать их обязательства до востребования. В конце концов банкам было дано и то и другое. Всеобщий мора-

торий был установлен с 6 августа, а выпуск денежных знаков в 1 фунт и 10 шиллингов был разрешен в форме ссуд банкам.

Мораторий не мог внести какого-либо успокоения; он мог только дать время для возмещения и продажи. Пока не имеются мероприятия более постоянного характера, последствия моратория вызывают те самые затруднения, которые он первоначально облегчал.

В некоторых случаях все, что требовалось — это специальное законодательство, освобождающее от обязательств всякого должника, который мог бы ясно доказать, что он не может платить, благодаря обстоятельствам, возникшим вследствие войны. Но в отношении акцептных домов и банков, которые акцептовали векселя, подлежащие мораторию, взаимная зависимость кредита крупных финансовых домов Сити требовала более решительных мер. Английский банк приступил к учету (с правительственной гарантией) всех векселей, подлежащих мораторию, без обращения в порядке регресса к последним держателям, но это не было полным разрешением вопроса, так как обязательства акцептантов, трассантов и всех предшествующих индоссаторов продолжали существовать. В конце концов Банк согласился (все еще с правительственной гарантией) выдавать ссуды акцептантам, чтобы дать им возможность оплатить срочные векселя и погасить все эти обязательства. Погашение этих ссуд акцептантами не могло быть потребовано ранее, чем через год по окончания войны, и тем временем они чувствовали себя свободными в совершении всяких новых сделок, не заключающих в себе обязательств, распространяющихся за пределы этого периода.

Слабым местом этой системы было то, что ссуды были выданы Английским банком. Эффект этого должен был быть инфляционным. Выпуск *сигнессу нотес* вместе с предоставленной казначейству возможностью приостанавливать действие закона 1844 г. о твердом лимите банкнот Английского банка, сняли установленную законом защиту от инфляции. Правда, Английский банк был обязан по требованию разминивать казначейские билеты на золотую монету, но обстоятельства были столь исключительны, что разменность на золото временно не могла служить предупреждением инфляции. Экспорт золота был невозможен без разрешения правительства потому что никто кроме правительства не был расположен страховать отправки золота от военных рисков. И во всяком случае в этот период золото посылалось в страну, но не из страны. Действительно, Лондон, крупнейший международный краткосрочный кредитор, начал требовать покрытия займов. Было бы неправильно сказать, что это было предумышленным актом политики, направленным к получению денежных сумм для войны. Это было скорее результатом случая.

При нормальных условиях обязательства заморских клиентов лондонским акцептным домам падали многими миллионами на каждый день и противопоставлялись на валютном рынке новым сделкам. Крах валютного рынка в июле произошел от продаж инвестиционных ценных

бумаг, но был немедленно увеличен перерывом обычного предложения векселей на Лондон. Процесс зачета стал возможен только в очень ограниченной степени, и рынок оказался предоставленным — даже после того, как продажи инвестиционных ценностей прекратились, — страшному одностороннему давлению. Когда крайние меры, предпринятые британским правительством в августе и сентябре 1914 г., восстановили механизм акцепта, учета и перевода, Лондон получил возможность опять ссужать деньги, и часть долгов, следуемых акцептным домам, начала уплачиваться. В некоторых случаях платеж задерживался вследствие моратория за границей, в других — запрещением торговли с враждебными странами, а в третьих — затруднениями должников. Но в итоге платежи Лондону превышали новые ссуды.

Много более важным каналом переводов была нью-йоркская биржа. Здесь остаток, следуемый Лондону, начал сказываться в виде существенной премии на стерлинги, причем отправка золота через Атлантический океан была все же невозможна. Потом было найдено простое средство. Английский банк начал покупать золото, чтобы хранить его не в Лондоне, а в Канаде. Нью-Йорк получил возможность покупать стерлинги, посылая золото через страну, пограничную с Оттавой, без военных рисков. Американские банки неохотно расставались с золотом, и ненормальная премия на стерлинги существовала до ноября. Но золото, реально посланное, было совершенно достаточно, чтобы снять полный затвор, который возник. Быть может, если бы то же самое средство было применено в конце июля, затруднение могло бы быть избегнуто совершенно.

Если Англия приобретала золото вопреки инфляции, то объяснение этого должно быть найдено в происшедшем жестоком повороте платежного баланса. Сокращение краткосрочных ссуд в международной торговле являлось одним из видов этого. Другим — было прекращение долгосрочных внешних инвестиций. За годы, непосредственно предшествовавшие войне, Соединенное королевство экспортировало капитала на сумму немного менее 200 млн. фунтов стерлингов в год. Когда лондонский рынок инвестиций закрылся, то почти весь этот экспорт британского капитала прекратился. И заграничное инвестирование не допускало ежизлештя в течение войны. Эмиссии новых капиталов контролировались, и все усилия принимались к тому, чтобы направить все действительные сбережения страны в военные займы.

Это нарушение платежного баланса было опасно потому, что оно создавало простор для крупной экспансии кредита без какого-либо неблагоприятного движения валютных курсов. Огромные ссуды Английского банка для оплаты подлежащих мораторию векселей, вместе с крупной суммой ссуд Банка правительству, были достаточны, чтобы вызвать высокую степень инфляции. Банковская учетная ставка в размере 5% стала совершенно недействительной. Рыночная ставка для трехмесячных векселей упала до 5%. Пока инфляция не зашла настолько далеко, что-

бы уронить валютные курсы, близкие к паритету, она действительно усиливалась увеличением золотого резерва.

До конца 1914 г. инфляция продолжалась, не вызывая какого-нибудь обесценения фунта стерлингов. В декабре курс на Нью-Йорк достиг паритета, и пересылка золота в Оттаву прекратилась.

В начале 1915 г. рыночная учетная ставка в Лондоне упала ниже 2%, а курс на Нью-Йорк упал в феврале ниже 4,80 (в мирное время экспортная золотая точка была выше 4,84). С этих пор положение вексельного курса приобрело господствующее значение в британских военных финансах.

Инфляция зашла слишком далеко, чтобы легко остановиться. В марте 1915 г. Английский банк начал заключать займы на денежном рынке, и в апреле правительство начало практику непрерывного предложения и продажи казначейских векселей в неограниченных количествах по фиксированной ставке. Цена казначейских векселей целиком вытеснила банковскую учетную ставку из ее положения руководителя денежного рынка. Если бы казначейство не собирало достаточно денег по векселям, оно должно было бы занимать прямо в Банке. Это увеличило бы предложение денег на рынке; и учетные ставки падали бы до тех пор, пока спрос на казначейские векселя по фиксированной цене не стал бы опять достаточным. Если бы казначейство продало больше векселей, чем требовалось, и собрало бы больше денег, чем оно тратило, то излишек или был бы направлен на уплату ссуд из Банка, или накапливался бы на счетах казначейства и был бы снят с рынка. И в том и в другом случае недостаток средств на денежном рынке повысил бы учетную ставку, и спрос на казначейские векселя по фиксированной цене упал бы.

Таким образом учетный рынок управлялся ценою казначейских векселей, и казначейство стало ответственным за кредитную политику и оставалось таковым (с одним или двумя короткими перерывами) до апреля 1921 года.

Во никоим образом не было общепризнанным, что неблагоприятной движение курсов (которое уронило нью-йоркский курс до 4,50 в конце августа 1915 г.) было обязано инфляции.

До объявления войны между Германией и Соединенными штатами в апреле 1917 г. проблема военных финансов представлялась прежде всего как проблема финансирования импорта. Чтобы использовать полностью крупное преимущество, доставляемое господством на море, было необходимо делать щедрые покупки в нейтральных странах и особенно в Соединенных штатах. Эти покупки не наталкивались на невозможность Соединенных штатов провести, что требовалось, и невозможность транспортирования <в Европу.

Но как были бы оплачены эти поставки? Доходы правительства нормально принимали форму кредитов в Лондоне. Американские фабриканты нуждались в кредитах в своей собственной стране. Если бы они согласились получать облигациями английских военных займов, то не

возникло бы никаких затруднений. Но они желали свободно расходовать полученные суммы, как им угодно, и даже те, которые были склонны поместить их вне собственного предприятия, желали помещения в своей стране, с уплатой процентов и капитала в собственной валюте.

Британское правительство прибегало соответственно к трем главным мерам для получения платежных средств. Во-первых, были посланы огромные количества золота, вытесненного из обращения новыми казначейскими билетами, выпущенными в Англии, золота вновь добытого в пределах Британской империи, золота, посланного Францией в Россию, золота, которое крупным потоком пришло из Соединенных штатов в Оттаву после объявления войны, когда валютные курсы все были в пользу Лондона. Золото, полученное Соединенными штатами из всех этих источников за два с половиною года, с января 1915 г. до июня 1917 г., составило как-раз 1,5 миллиарда долларов. Дальше, много займов было выпущено в Соединенных штатах, главным образом Англией, но также и некоторыми из ее союзников, причем проценты и капитал по этим займам оплачивались в долларах. В-третьих, были заключены специальные соглашения для передачи правительству принадлежащих англичанам американских ценных бумаг, причем правительство могло либо купить их и продать в Америку, либо взять их займы и заложить в качестве обеспечения по американским займам.

В сущности произошло то, что Великобритания стала должником населения Соединенных штатов за ценность доставленных припасов и требовалось найти равноценные средства, в золоте или ценных бумагах, чтобы оплатить долг. Проблема сводилась к оплате английского импорта. В то же время эта проблема была в действительности неотделима от проблемы оплаты всех закупленных Англией припасов. Если сумма денег, собранная внутри страны, была более чем достаточна для оплаты военных припасов, купленных внутри страны, это значит, что туземные потребители воздерживались от расходования этого количества денег на самих себя и что равноценная сумма производительных ресурсов страны была оставлена свободной для производства товаров на экспорт. Если, с другой стороны, были приняты все меры для оплаты всех военных припасов, купленных за границей, но тем не менее покупки внутри страны финансировались инфляционными кредитами, то курсы будут неблагоприятны. Чрезмерные суммы покупательной силы на руках у населения создавали бы пеооразмерно привлекательный рынок для иностранных товаров (или ценных бумаг) до тех пор, пока денежная единица оставалась бы равной своему номинальному паритету. Действительно, в этом случае, инфляция кредита, благодаря финансированию войны с меньшими, чем необходимо, жертвами со стороны населения, фактически привлекала бы излишний импорт; тогда проблема заключалась бы по столько в финансировании импорта, сколько в избежании его привлечения.

Но несомненно займы за границей могут дать неоценимую помощь

в направлении избежании инфляции тем, что они доставляют добавочные ресурсы, кроме тех, которые могут быть получены от налогов и займов внутри страны.

Поскольку имеется в виду поддержание денег на уровне золотого паритета, это облегчалось тенденцией заемных операций, а еще больше экспорта золота, к созданию инфляции в нейтральных странах. В войне только между двумя государствами, когда весь остальной мир нейтрален, это едва ли может случиться в сколько-нибудь существенной степени. Но когда большая часть мира вовлечена в войну, общий отказ воюющих государств от золотой валюты как суживает арену, на которой золото еще продолжает употребляться как деньги, что британский экспорт золота в Соединенные штаты и другие страны, которые все еще создавали эту арену, составлял весьма значительную долю всего их прежде существовавшего золотого запаса. Соединенные штаты не могли переварить 1,5 млрд. долларов золота за два с половиной года без того, чтобы не быть вовлеченными в чрезвычайную экспансию кредита. Поток золота несомненно вызвал некоторые опасения и в Соединенных штатах и других золотых странах. В 1916 г. три скандинавских государства — Швеция, Норвегия и Дания — приостановили свободную чеканку золота и покупку золота их эмиссионными банками. Испания точно так же покупала золото только со скидкой.

Соединенные штаты не предпринимали таких мер. Британское правительство было в состоянии «прибить гвоздями» курс, г. е. держать его фиксированным предложением свободной продажи долларов по установленной цене. Эта цена была зафиксирована в 4,76 Уг доллара за фунт стерлингов или приблизительно на 2% ниже паритета, с начала 1916 года.

Тем не менее инфляция развивалась с неудержимой быстротой. К апрелю 1917 г., когда Соединенные штаты вступили в войну, английский уровень цен был вдвое выше, чем в 1913 г. Налоги были повышены до очень высокого уровня, и прилагались очень большие усилия к стимулированию подписок на военные займы. Но текущий долг был опасно велик, и часть ранних военных займов (займы 1914 и 1915 гг.) была расписана банками со всеми инфляционными последствиями текущего долга. Ссуды, выданные Английским банком под подлежащие мораторию векселя, были оплачены из военного займа 1915 г., но инфляция зашла слишком глубоко, чтобы остановиться.

В самих Соединенных штатах инфляционное заражение стало источником затруднений. Оно создало ненормальное торговое оживление и делало займы на американском инвестиционном рынке все более затруднительными.

Великая война является выдающейся среди всех войн истории по своим нездоровым финансам. Было бы трудно привести параллель той легкой готовности, с которой инфляционные методы принимались с наиболее ранних стадий.

Вначале все европейские участники войны, за исключением Великобритании, прекратили платежи звонкой манетой. Боязнь краха денежной системы под влиянием напряжения военных финансов являлась, быть может, главным мотивом, который заставлял правительства накапливать огромные золотые резервы в мирное время. После агадирского кризиса 1911 г., германское правительство преднамеренно приступило через посредство Рейхсбанка к крупному увеличению золотого запаса страны. Франция ответила крупным увеличением и без того уже очень значительного резерва Французского банка. Обе страны несомненно руководствовались главным образом опасением войны. Чем больше будет золотой резерв, тем дольше кредитная система сможет противостоять напряжению финансирования правительства без приостановки платежей звонкой монетой, или—если платежи звонкой монетой будут формально приостановлены, но золото будет продолжать экспортироваться — без допущения падения бумажных денег до учета.

Простая приостановка платежей звонкой монетой в 1914 г. сама по себе содействовала уменьшению доверия к денежным знакам,—содействовала, т. е. делала население менее готовым держать запасы наличных денег. И в России и в Австро-Венгрии, где золото действительно требовалось для заграничных платежей, потеря доверия сразу обнаружилась в обесценении денег на заграничных валютных рынках. Во Франции платежи звонкой монетой были приостановлены при наличии благоприятного курса и действительного импорта золота. Там было действительное стремление к накоплению сокровищ, усиленное несомненно неизбежной перспективой вражеского нашествия. Но свободное использование даже небольшой доли золотых резервов страны, достигавших тогда суммы в ВУг млрд, франков, могло бы восстановить доверие.

Совершенно неясно, почему в Париже была погоня за золотом. Всякий, кто мог бы предвидеть будущее, имел бы очень основательную причину предпочитать золото бумажным деньгам любой воюющей континентальной страны. Но имели ли люди, стоявшие в хвостах, образовавшихся для получения золота из Французского банка, —какое-нибудь ясное представление, что франк падет до дисконта? Более вероятно, что эта была чистейшая паника, порожденная замешательством.

И подобное же замешательство существовало в Англии в августе 1914 г. Господствовала мысль, что вкладчики должны поднять вопль, требуя деньги из банков. Никто не мог бы предложить сколько-нибудь разумного объяснения, почему они будут делать это, но всегда подразумевалось, что война вызывает погоню за золотом. Это состояние умов и привело к мораторию совместно с эмиссией казначейских билетов. Но все время вкладчики оставались совершенно спокойными. Бели и наблюдался недостаток наличных денег, то это было главным образом потому, что обычные платежные операции торговцев были прерваны закрытием банков в течение расширенных нерабочих дней банков.

Приостановка золотых платежей во Франции не создала, как ока-

залось, большой практической разницы. Курс на Нью-Йорк оставался благоприятным почти до конца 1914 г. Однако французские финансовые мероприятия были даже более инфляционистскими, чем британские. Французский банк, подобно Английскому, должен был принять на себя множество замороженных векселей. Но, кроме того, -он должен был предоставлять очень крупные ссуды правительству (достигшие к декабрю 1914 г. 3 900 млн. франков). Никакие дополнительные налоги не были введены до 1916 г. До декабря 1915 г. не было даже выпущено долгосрочного займа, и деньги собирались путем создания огромного текущего долга в виде национальной защиты.

Франция сотрудничала в собирании денежных сумм в Америке, частью путем займов, частью снабжая золотом британское правительство и частью путем собирания американских ценных бумаг, находящихся во Франции. Тем не менее, Великобритания должна была нести значительную долю бремени поддержания французского курса так же, как и своего собственного. Эта поддержка принимала форму крупных прямых займов английского правительства французскому. Франция в то же время делила с Великобританией бремя кредитования России, Италии, Бельгии и других стран.

Вступление Соединенных штатов в войну создало новую ситуацию. Американское правительство одалживало достаточно денег, чтобы дать возможность Великобритании и Франции держать их курсы «прибитыми», и всякое дальнейшее использование различных ресурсов, употребляемых до сих пор для этой цели, могло быть прекращено. Инфляция уже захватила Соединенные штаты. Федеральная резервная система была изменена (в июле 1917 г.), и экспорт золота был запрещен (в сентябре 1917 года). Следовательно, британские и французские деньги были «прибиты» к долларам, а не к золоту. Премия на немногие оставшиеся золотые деньги делалась по временам очень высокой. В 1918 г., например, голландские флорины поднялись почти на 30% выше паритета. Для скандинавских крон и испанских песет цифры иногда были много выше. Но мировой рынок золота фактически перестал существовать. Правда, едва ли можно было сказать, чтобы существовал где-нибудь свободный рынок чего-нибудь. Вся торговля была подвергнута строжайшему правительственному контролю, и большая часть ее действительно находилась в руках правительства.

Американская помощь имела значение также и для индийской рупии. Индийская денежная система, подобно всем другим, была глубоко затронута войной. В начале войны внезапное превращение Англии из кредитующей страны в страну занимающую повернуло курсы против всех стран, которые финансировались Англией, и в частности против Индии, курс который упал до 1 шиллинга $3^{25}/_{100}$ пенса. Для восстановления равновесия необходимо было сокращение денежного обращения. Не только не могли быть продаваемы векселя индийского правительства в Лондоне, но, как в 1908 г., векселя на Лондон (обычно называемые

(«Reverse Councils») должны были продаваться в Индии, чтобы уменьшить избыток рупий. Продажа этих последних векселей началась 3 августа 1914 г. в сумме до 1 млн. фунтов в неделю, и их было продано в 1914/15 г. на сумму в 8 707 тыс. фунтов, при чем резерв, находившийся в Лондоне, уменьшился приблизительно на равную сумму. К 5 августу 1914 г. обязательство платить соверенами за рупии было приостановлено.

Скоро однако проявилась совершенно отличная тенденция. Инфляция денежных систем всех воюющих стран вызвала обесценение золота сравнительно с товарами. Индия не была подвержена прямому давлению военных финансов и не имела инфляционных бумажных денег. Если бы рупия продолжала оставаться на золотом базисе, она должна была бы обесцениваться соответственно стерлингу. Предложение рупий должно было бы поэтому увеличиться. Эта фаза некоторое время стремилась развиваться. Этого не было до сентября 1915 г., когда последние векселя на Лондон продавались в Индии. Но в начале 1916 г. продажи векселей индийского правительства достигли высокого уровня. В 1914/15 г. циркуляция рупий и банкнот уменьшилась на 1 013 лаков. В 1915/16 г. она вновь возросла на 1 827 лаков. В 1916/17 г. спрос на денежные знаки далеко превзошел все прежние рекорды, поднявшись до 5 199 лаков. Этому должно быть противопоставлено, правда, уменьшение поглощения золота, но золото, прежде ввозимое, по большей части не употреблялось как деньги.

Среди добавочных денежных знаков банкноты составляли 787 лаков в 1915/16 г. и 1 813 лаков в 1916/17 г. Чтобы поддержать однако предложение рупии требовались громадные покупки серебра. Но цена серебра, после того как она оставалась низкой, начала расти в ноябре 1915 г., когда она достигла 27 пенсов за унцию. В мае 1916 г. она возросла до 37 пенсов, вновь упала до 28 $\frac{5}{8}$ пенса в июле и опять повысилась до 37 пенсов в декабре. В течение 1917 г. цена возросла выше 43 пенсов (каковая цена была точкой расплавки рупии) и далее — до 55 пенсов. Хотя эта высокая цифра не была последней, все же стало невозможным поддерживать курс на столь низкой цифре, как 1 шиллинг 4 пенса; проекты сдерживания его путем соглашения между банками и контроля над предложением серебра, оказались недействительными. В конце концов было решено повысить ставку курса для векселей индийского правительства до 1 шиллинга 5 пенсов, а в 1918 г. до 1 шиллинга 6 пенсов.

В этот момент Соединенные штаты предложили очень своевременный ресурс в форме огромных серебряных резервов. Серебро, скупленное за 1879—1893 гг., все еще было там. Немного было в обращении, но большая часть его хранилась в резерве против эмиссии серебряных сертификатов. Если бы серебряные сертификаты могли быть замещены другой формой бумажных денег и изъяты из обращения, то серебро могло бы быть выброшено на рынок. Этот запас (равноценный более, чем

10 тыс. лаков серебра) был более чем достаточен для поддержания предельной цены чистого серебра в 101⁴ цент, за унцию даже после конца войны. Это была цена, близкая к точке расплавки рупий при курсе в 1 шиллинг 6 пенсов. Когда в мае 1919 г. был восстановлен свободный рынок, 259 млн. долларов серебра (равноценного приблизительно 6 тыс. лаков) было продано.

В то же время были предприняты меры для придания большей эластичности индийской банкнотной эмиссии. В 1916 г. предел фиксированной непокрытой эмиссии был повышен с 1 400 до 2 тыс. лаков. В 1917 г. система фиксированной твердой эмиссии была практически оставлена, при чем обеспечения увеличивались путем покупки векселей британского казначейства на 4 849 лаков. В 1918 г. минимальная купюра банкнот была понижена с 5 до 1 рупий — мера, которая могла бы сохранить меновой стандарт, будь она принята на более ранней стадии и если бы консерватизм населения позволял полную замену монет бумажными деньгами как принятым средством платежа.

Германия и ее союзники обходились без всякого экономического подкрепления, подобного тому, какое Соединенные штаты оказывали их противникам. Едва ли можно сказать, что для них проблема финансирования импорта была серьезной, ибо с начала войны они были отрезаны от возможности получения какой-нибудь, кроме очень скромной, суммы материальной помощи из нейтральных источников и, по мере того как проходило время, их внешняя торговля свелась почти к нулю.

Не было необходимости и в подкреплении курса. Но едва ли необходимо говорить, что наказание инфляции не было избегнуто на этом основании.

С начала войны ряд крайних мероприятий был введен в действие. Золотые платежи были приостановлены; были введены различные меры помощи должникам; была создана организация для выдачи ссуд торговцам под разного рода сносные обеспечения и был произведен специальный выпуск бумажных денег (заемных банкнот) в качестве орудия этих ссуд.

Как и во Франции, вначале не было введено никаких новых налогов, и к концу войны обложение было недостаточным. С другой стороны, серия регулярно повторяющихся каждое полугодие военных займов создавала видимость благополучных финансов. Но все время ссуды Рейхсбанка правительству возрастали. К моменту перемирия вексельный портфель Рейхсбанка (почти целиком—казначейские векселя) превышал 20 млрд. марок. Специальные заемные банкноты (в которых часто предоставлялись ссуды под правительственные обеспечения) достигали 10 млрд. марок.

Германия приняла на себя большую часть финансового бремени своих союзников. Даже помимо удара поражения, финансовая фабрика центральных держав была много ближе к моменту крушения, чем фи-

нансы держав Антанты. ВQ время перемирия, когда приобрели некоторое значение перспективы валютного рынка, германские деньги обесценились на 50% и имели тенденцию к дальнейшему падению.

ГЛАВА XXII

ПОСЛЕ ВОЙНЫ

В промежуток (времени между началом перемирия в ноябре 1918 г. и подписанием мира в июне 1919 г. поток военных расходов спал, но правительства со всех сторон оказались перед лицом новых финансовых тягот. Е расходам по демобилизации и ликвидации огромных обязательств военного времени добавились различные новые расходы. Распределение продовольствия среди населения, которое не понимало влияния инфляции на цены, заставляло правительства выдавать огромные продовольственные субсидии. Во многих частях Европы (в особенности конечно во Франции) должны были быть изысканы наподдающиеся учету суммы для восстановления областей, разрушенных нашествием врага."

В Англии и Соединенных штатах первым эффектом прекращения военных действий был возврат к сильному оживлению производства, которое было вызвано потребностями войны. В обеих странах имел место перерыв в росте цен.

Система британского правительства поддерживать курс на фиксированной ставке в $4,76^{1/2}$ путем продажи долларов, занятых у правительства Соединенных штатов, не могла продолжаться бесконечно. Ей был положен конец в марте 1919 г. Необходимо было принять важное решение. Казначейские билеты были разменны на золотую монету по требованию. В условиях войны никто не отправил бы золота без застрахования' его от военных рисков, по никто не принял бы на себя этого страхования, за исключением правительства. Правительство было в состоянии удерживать золото от отправки даже тогда, когда, как летом 1918 г., в Голландии могла быть обеспечена прибыль от экспорта туда золота в 25 или 30%. Такие крупные расхождения курсов с золотыми точками более не имели места, но прибыль от экспорта золота в нейтральные страны была все еще ненормально высока, а власть правительства предупреждать экспорт окончилась с наступлением мира.

Если бы казначейские билеты оставались разменными на золото и все препятствия к экспорту золота были бы сняты, то курс должен был бы поддерживаться ограниченным золотым резервом, вместо неограниченного предложения долларов. Казалось, что в этом случае только очень жесткая рестрикция кредита спасла бы золотой резерв от быстрого истощения. Начинать мирное время с торговой депрессии казалось ужасной перспективой.

Было издано распоряжение, воспреещающее экспорт золота. Золотая валюта была оставлена, и был сохранен дешевый кредит. Ставка по казначейским векселям, которой руководствовался денежный рынок, составляла 3Уо%.

Правительственные позалмствования продолжались в больших размераХ; и их инфляционное влияние скоро было усилено оживлением коммерческих позалмствовайшш. Осторожность, которая последовала за перемирием, скоро рассеялась. В мае цены быстро возросли, а в июне индекс превысил свой самый высокий уровень за время войны.

В июне были выпущены займы победы и восстановления с целью консолидации части текущего долга. Для большего благоприятствования займам, дешевые деньги были сделаны еще дешевле,¹ по торговое ояшвление, явившееся в результате инфляции, препятствовало успехам долгосрочных правительственных займов, и займы не дали достаточно наличных денег, чтобы добиться пного результата, кроме чуть заметного снижения текущего долга.

До декабря 1919 г. расходы продолжали превышать поступления, но (инфляционные правительственные финансы были превозойдены инфляционными коммерческими позалмствованиями. Банковские ссуды в Соединенном королевстве (исчисленные Статистом на основании гсдовых отчетов) возросли с 637 млн. фунтов в декабре 1918 г. до 1 018 млн. фунтов в декабре 1919 года.

Благодаря этому восстановилась возможность контроля банками создавшегося положения, и казалось несомненно ясным, что эта возможность должна быть использована. Высокая ставка процента по ссудам, если бы она существовала, вызвала бы во всяком случае умеренную инфляцию. Поскольку сама инфляция была главным препятствием в поглощению утвержденных займов рынком инвестиций, то была бы двойная выгода от установления сдерживающих ставок процента. Не-обходимо было только повернуть угол, и сдерживающая ставка процента %екбро уступила бы место периоду низкого процента и благоприятному положению рынка инвестиций (см. гл. IX).

Степень потребности в капитале иллюстрируется не только быстрым ростом банковских ссуд, но также огромным трехсотмиллионным общим итогом новых капитальных эмиссий (за исключением правительственных займов) для британских промышленных и торговых предприятий в 1920 г. Это была совершенно не имеющая прецедента цифра среди всех лондонских эмиссий для внутренних потребностей. Из самих банковских ссуд так же значительная доля была 'предназначена для капитальных затрат, как например, для расширения оборудования предприятий.

¹ Продажа казначейских векселей, которые предлагались из 3½%, была прекращена и вместо этого были собраны деньги путем займов до востребования из 3% на денежном рынке через посредство Английского банка.

Соединенные штаты также испытали послевоенную инфляцию, которая стимулировалась низкой учетной ставкой. Но здесь эта тенденция смягчалась двумя обстоятельствами. Во-первых, приток займов не продолжался так долго, как в Англии. Квартал, кончающийся сентябрем 1919 г., был последним, который дал дефицит. За квартал, который оканчивался декабрем, доходы превысили расходы на 154 млн. долларов. Во-вторых, запрещение экспорта золота из Соединенных штатов, которое действовало в сентябре 1917 г., было снято в июне 1919 г. Стран, которым удалось сохранить золотую валюту и которые были бы готовы покупать золото для денежных целей, оставалось в мире очень немного. Тем не менее, существенный экспорт золота имел место в Испанию, Аргентину, Японию и другие страны Дальнего Востока и Южной Америки.

Правда, потеря золота Соединенными штатами не привела к принятию более ранних и более жестких мер к сокращению кредита, чем в Англии. Американские переучетные ставки возрастали лишь после роста ставок Английского банка, но не раньше. Но крупный экспорт золота сам по себе имел ограничительное влияние. Поскольку денежные знаки разменны на золото и золото может быть экспортируемо, цены продуктов внешней торговли приближаются к мировым ценам. Экспортируемое золото служит для покупки заграничных товаров, которые конкурируют с туземными продуктами и снижают цены. Это совершенно не препятствует началу заколдованного круга инфляции потому, что экспансия спроса влияет на все товары и повышает цены продуктов внутренней торговли, но инфляция этим замедляется.

В 1919 г. инфляция в Соединенных штатах была значительно ниже, чем в Англии, и результат этого проявлялся не только в диспропорциональном росте индекса цен в Англии, но и в падении американского курса. Курс был закреплен на уровне 4,76^с. С марта 1919 г. он был сделан свободным, и вскоре после этого начал падать. К концу года он составлял 3,76, или на 23% ниже паритета, и все еще продолжал падать.

В течение этого периода инфляции совершенно не наблюдалось стремления восстановить нормальные условия денежного обращения. Скорее имело место обратное. Инфляция в Англии и Америке составляла только часть истории. Нейтральные государства Европы — Голландия, Швейцария, Испания и три скандинавские страны — испытали последствия, напоминающие последствия высокой покровительственной политики, вызванные приостановкой их импорта в течение войны. Их деньги одно время ходили с высокой премией против американских долларов. Некоторое время до перемирия, вероятно в виду неизбежности крупных закупок продовольствия и сырых материалов в Америке по заключении мира, премия начала спадать. В первой половине 1919 г. все эти деньги, за исключением испанских, упали до паритета или даже ниже. Далее, хотя можно было ожидать, что обесценение американского

доллара в отношении товаров делает легким сохранение золотой валюты, эти деньги падали ниже и ниже. Как и в Англии, так и в этих бывших нейтральных странах Европы послевоенная инфляция превзошла инфляцию в Америке. Как велики не были их расходы во время войны, они были несомненно совершенно ничтожны, сравнительно с расходами воюющих стран, и инфляция их денежного обращения не может быть объяснена напряжением правительственных финансов. По всей вероятности они могли совершенно избежать инфляции, почти наверное они могли удержаться на паритете с долларом, вопреки сокращению их товарных запасов и вопреки их крайней нужде в капитале. То, что они оказались не в состоянии сделать это, объясняется, по всей вероятности, заразительностью английского инфляционного движения.

Воюющие государства Европы, которые должны были вынести все удары военных тягот при много меньшем финансовом могуществе, чем Великобритания, находились в более бедственном положении. Относительно их вряд ли можно было говорить о возможности приостановки инфляции путем выкупа текущего долга. Всякий вопрос о контролировании торговых позаймствований путем дисконтной политики или другими способами оставался неразрешимым и они продолжали погружаться в трясину военных финансов самым наихудшим образом, (отыскание какого-либо способа покрытия ежедневных обязательств правительства являлось задачей значительной трудности. Расходы по содержанию армий на войне сменились расходами по демобилизации, а по завершении ее возникла настоятельная необходимость финансировать закупки необходимых запасов продовольствия и сырых материалов. В 1919 г., после военного опыта, население сделалось привычным к весьма существенному обесценению изобильных бумажных денег. Но или были забыты ассигнаты и другие исторические прецеденты или, по крайней мере, не верилось, что такой крах мог бы повториться.

Поток импорта притекал из тех стран мира, которые избежали экономического истощения, и в особенности из Соединенных штатов, чтобы смягчить недостаток товаров в Европе. Европейские рынки казались сначала, обладающими неограниченной способностью покупать товары по все более и более высоким ценам. Но в то время, когда американский экспортер пробовал перевести в свою страну выручку от продажи, то курс обращался против него. Для практических людей германская марка означала 23,82 цента. Если по временам она котировалась на рынке по 6 или 4 или 3 цента, то падение приписывалось неблагоприятному торговому балансу. Раз крайние нужды Германии в импорте были удовлетворены, то несомненно, утверждали они, марка должна поправиться, быть может, не до своего старого паритета (ибо потеря кредита благодаря военному поражению могла препятствовать этому), но, по крайней мере, до 12 или 15 центов, как расценивалась марка после поражения, но до начала импорта. И вместо того, чтобы скорее продать свои марки с разорительным убытком, многие из них

удерживали их. Но некоторые из экспортеров или не разделяли этой точки зрения или ® силу иных причин были не в состоянии ждать. Искусственное поддержание французской и итальянской валют было прекращено, как и поддержание английских денег, в марте 1919 г. Не только марки, но все европейские денежные знаки беспрерывно продавались и беспрерывно обесценивались. Этот процесс был признаком, того, что ставка курса не достигла точки равновесия (см. гл. V). Это должно было 'продолжаться до тех пор, пока соответственное уменьшение покупательной силы стран с обесценивающимися деньгами на мировых , рынках не будет достаточно велико, чтобы понизить их импортную возможность до пределов, устанавливаемых их экспортной возможностью, плюс всякие кредиты или займы, которые могут быть получены за границей. Те торговцы и спекулянты, которые приобретали денежные знаки и держали их в надежде повышения курса, вместо того, чтобы продать их на рынке, задерживали процесс этого приспособления. В действительности, они кредитовали страну, денежные знаки которой они держали, и тем самым помогали заполнять разрыв между экспортом и импортом.

Беспрерывное падение европейских денежных знаков эвентуально страшило не только американских экспортеров, но также и банки, которые финансировали этих экспортеров. К 31 декабря 1919 г. французский и бельгийский франки стоили только $\frac{2}{5}$ их паритетной ценности в долларах, итальянская лира — $\frac{7}{3}$, германские марки — $\frac{1}{12}$, австрийские кроны — $\frac{1}{33}$. Другие денежные знаки Центральной и Восточной Европы составляли нечто среднее между марой и кроной. С Россией экономические отношения были прерваны.

В ян вар 1920 г. нью-йоркская переучетная ставка была повышена до 6 %, и тордение -американских банков лопнуло. Былм востребованы ссуды, выданные экспортерам под обеспечение в форме европейских денежных знаков. Обесценение этих денежных знаков, и без того быстрое, ускорилося в виду паники. В первую педелю февраля стерлинг упал до 3,20, обращаясь с учетом в 34%; франк и лира так же сильно упали; марки, кроны и другие обесценившиеся денежные знаки составляли только половину того, что они стоили месяц тому назад.

Эта валютная паника отметила перелом в величайшем послевоенном денежном кризисе. Она сопровождалась общим оздоровлением, несколько задержанным в отношении франков и марок политическими осложнениями, вызванными капповским путчем в марте и французской оккупацией Франкфурта (6 апреля—17 мая). К июню 1920 г. все европейские денежные знаки (с одним или двумя незначительными исключениями) стояли выше уровня предшествующего декабря.

Списывая свои потери, американские экспортеры и -спекулянты обратили большую часть своих займов обнищавшей Европе в добровольные пожертвования. В процессе, оздоровившем валютный рынок, они пережили кошмар в образе огромного счета по неоправдавшейся игре

на повышение. В течение всего периода обесценения, начиная с «неприбитых» курсов между стерлингами, долларами, франками, и лирой в марте 1919 г., и особенно в течение недель паники, население Европы уплачивало свои собственные денежные знаки в обмен за крайне необходимые запасы. Беспрерывный рост цен на товары побуждал к расплате деньгами за товары и к снижению наличных остатков до возможно низшего предела. Другими словами, циркуляторная скорость денег возросла. Когда кризис прошел, снижение кассовых остатков явилось элементом укрепления рынка. Люди, которые заметили, что они уменьшили свои наличные кассовые запасы ниже пределов удобства, должны были занимать деньги или продавать товары, чтобы восполнить дефицит (см. гл. ХТ). Цены и товаров и иностранной валюты в разоренных странах начали падать, и наступило характерное для периода депрессии или падения цен накопление остатков или уменьшение скорости обращения денег.

До тех пор, пока правительства Центральной и Восточной Европы оказывались не в состоянии сбалансировать свои бюджеты, оздоровление могло быть только временным. Превышение импорта, которое ослабляло их валютные рынки и которое было преходящим феноменом, не являлось истинной причиной обесценения. Пока оно продолжалось, оно было просто признаком того, что существующее обесценение, отразившееся на рынке, было недостаточным и что равновесие не было обеспечено. Причиной обесценения был беспрерывный чрезмерный выпуск бумажных денег. Повышение курсов и снижение товарных цен временно облегчало поглощение бумажных денег, и такое положение вещей, раз начавшись, имело тенденцию твердо стоять до тех пор, пока чрезмерный выпуск бумажных денег опять не станет достаточным, чтобы привести к возобновлению инфляции и возрастанию скорости обращения. Эта судорожная смена паники и оздоровления иллюстрирует еще раз свойственную кредиту неустойчивость.

Английская валюта и валюты нейтральных европейских государств участвовали и в валютном кризисе в феврале 1920 г. и в последующем оздоровлении. В начале марта были получены сведения, что золото отправлялось из Лондона в Нью-Йорк (это несомненно могло быть только с разрешения правительства, так как запрещение экспорта оставалось в силе). Курс поднялся до 4,00 долларов, давая учет в отношении стерлингов не более 18%.

В Англии финансовое положение правительства всегда является наиболее сильным в квартале, оканчивающемся мартом (последний квартал финансового года), когда собирается большая часть подоходного налога. Квартал, окончившийся 31 марта 1920 г., был первым с 1914 г., в котором доходы превысили расходы. Это обстоятельство, соединенное с оздоровлением курса, было обнадеживающим. Был уже на виду конец инфляционных правительственных финансов. Бюджет на новый финансовый год, оканчивающийся 31 марта 1921 г., когда он был опубликован, действительно, предусматривал значительные излишки.

Во каковы бы ни были конечные перспективы годы в целом, сезонные позиции казначейства оставались неблагоприятными с окончанием собирания подоходного налога; Более того, гигантский текущий долг был постоянной угрозой кредитной ситуации. В начале апреля 1920 г., когда продажи казначейских векселей были недостаточны, правительство было вынуждено занять крупные суммы в Английском банке.

Политика «дешевых денег» была оставлена еще в ноябре 1919 г., когда ставка по казначейским векселям была поднята сначала с $\frac{1}{2}\%$ одновременно ставка по казначейским векселям была повышена до 6%. Но однако по сравнению с прибылями торговцев при свирепствовавшем тогда состоянии инфляции 6% было низкой ставкой.

Постепенно стало ясно, что учетная ставка и следовательно банковская ставка была ключей создавшейся ситуации не столько потому, что могло бы быть продано больше казначейских векселей, если бы они были предложены по более привлекательной цене, а потому, что высокие ставки действовали бы на коммерческие позаймствования и сдерживали их.

15 апреля 1920 г. банковская ставка была повышена до 7%, и одновременно ставка по казначейским векселям была повышена до 6% ■ Система продажи казначейских векселей по фиксированной ставке существенно помогла сделать повышение банковской ставки немедленно эффективным. Но и 7% банковская ставка едва ли могла быть названа высокой при существовавших обстоятельствах. В прошлом употреблялись много более высокие ставки для борьбы с менее жестокими инфляционными явлениями. Но эффект движения банковской ставки является в значительной степени психологическим. Путем высокой ставки требовалось изъять не прибыли, которые торговцы уже получили, но прибыли, которые они ожидали получить в будущем. Если бы торговцев можно было довести до более умеренных ожиданий, то была бы удержана сравнительно низкая ставка. Условия весною 1920 г. были очевидно нездоровыми, и правительство и Английский банк были так явно склонны прекратить инфляцию, что ставка в 1% казалась достаточной.¹

Это был конец послевоенной инфляции в Англии. В Америке главным фактором было состояние резервов федеральных резервных банков. С июня 1919 г. эти резервы постоянно опустошались, благодаря экспорту золота, а установленные пропорции резервов уменьшались кроме того, благодаря расширению обязательств. Положение с золотом было облегчено частью потому, что сначала Испания, а потом Аргентина достигли точки насыщения и прекратили импорт золота, частью же потому, что золото притекало из Англии. Но в мае, в результате финансового кризиса в Японии, курс на эту страну, которая сохраняла золо-

¹ Фиксирование лимита твердой эмиссии казначейских билетов в декабре 1919 г. помогло убедить население, что последующие дефляционные мероприятия были предположены серьезно (см. гл. VI).

тую валюту, подскочил выше золотой точки, и создалась угроза крупного экспорта золота в эту страну. В то же самое время депозиты и банковская эмиссия федеральных резервных банков возрастали.

Нью-йоркский федеральный резервный банк уже поднял переучетную ставку до 6% в январе 1920 года. К 1 июня эта ставка была повышена до 1%. Здесь, как и в Англии, 1% казалось достаточной ставкой.

Таким образом и в Америке также послевоенная торговая экспансия пришла к концу. За ней последовал период дефляции, напряженность которой вряд ли может сравниться с каким-либо другим периодом экономической истории последних двух столетий. Ближайшее подобие ей может быть найдено в депрессии, которая началась в Англии с кризисом 1814 г. В странах с обесцененными валютами дефляционные движения, которые последовали за валютным кризисом в феврале 1920 г., скоро прекратились. Их денежное положение оставалось очень неустойчивым. Район, в котором дефляция проявилась со всей своей суровостью, состоял из Соединенных штатов, Британской империи, европейских нейтральных держав, держав Антанты на континенте и Японии. Начало было положено Соединенными штатами, где еще действовала золотая валюта. Переучетная ставка в 7% там оставалась в силе почти в течение двенадцати месяцев. Испания уже отказалась от золотой валюты в январе 1920 г., а Аргентина и Уругвай, как только они начали терять свое золото, последовали этому примеру. Япония, единственная из прочих золотых стран, самая первая испытала даже более быструю дефляцию после своего финансового кризиса и получала золото из Соединенных штатов. Поэтому золотая валюта, которая смягчала инфляционное движение в 1919 г., ничего не сделала для помощи при противоположном движении в 1920 г. Цены товаров немилосердно падали. Индекс оптовых цен (пересмотренный индекс Бюро труда, выражающий цены в процентном отношении к ценам 1913 г.) возрос со 193 в феврале 1919 г. до 233 в январе 1920 г., а потом, после перерыва, до 245 в апреле и до 247 в мае. После этого он падал—с возрастающей скоростью—до 179 в декабре 1920 г. и до 141 в июле 1921 г. Это значило, что покупательная сила доллара, (а следовательно и золота) возросла немного более чем за год на 75%.

Когда началась дефляция в Англии, несомненно имелось в виду восстановление стерлинга до паритета. Можно было бы ожидать, что вследствие этого должны возникнуть все денежные проблемы, с которыми мы имели дело в главе XV. Можно было предположить, что золотая ценность фунта стерлингов не должна быть замешана в этом. Но вопрос о девальвации возник бы в других странах. И во всяком случае успешность мероприятий, направленных к восстановлению денег, требовала бы заботливого плана.

Но все, что Англия или какая-либо другая страна могла сделать—это идти в уровень с Соединенными штатами в удушающем продолже-

нии дефляции. В предшествующих главах ¹ были указаны случаи, когда планы восстановления или поддержания золотой ценности бумажных денег или, иных денежных знаков опрокидывались ростом товарной ценности золота или, другими словами, падением золотых цен товаров. Но все было затмлено этим страшным повышением ценности золота. Величайшее несчастье пришло в ноябре 1920 г. в момент высшего, сезонного, связанного с реализацией урожая, напряжения американской кредитной системы.* В Европе минимумы, отмеченные на валютном рынке в течение паники в предыдущем феврале, почти во всех случаях прошли. Британская, шведская и германская валюты находились немного в лучшем положении, чем в момент величайшего бедствия в феврале. Валюты Южной Америки и Востока (за исключением Японии, которая была связана с Соединенными штатами золотой валютой), будучи сами по себе подвержены ничтожной, или даже никакой, дефляции, прямо отразили повышение ценности доллара.

Цена серебра (с которой несомненно соединены китайские курсы) обнаружила особенно поучительные движения. Свободный рынок серебра был восстановлен в мае 1919 г. (см. гл. XXI). Контрольная цена в 101 ¹/₂ цента за унцию чистого серебра была на 66% выше средней цены за 1913 г., которая составляла 61,24 цента. ² Индекс оптовых цен в Америке в мае 1919 г. был на 102% выше уровня 1913 г. Серебро было следовательно товаром относительно ниже средней ценности. В оставшуюся часть года серебро вернуло потерянную почву и к декабрю стоило 133,07 цента или на 119% выше уровня 1913 г. Для товаров соответствующее превышение уровня 1913 г. составляло 123%. Серебро почти достигло своего положения. Но серебро отличается от обыкновенных товаров тем, что оно употребляется как деньги. В Китае, где оно является валютным орудием обмена, не было оснований, почему бы спрос на него должен был значительно измениться, имея в виду, что его покупательная сила была на нормальном довоенном уровне. Но в других странах, где серебро употреблялось в качестве чеканных знаков, серебряные монеты должны были бы начать расплавляться, поскольку их ценность в слитке превышала их ценность в монете. Для стандартного доллара Соединенных штатов эта точка достигалась, когда серебро стоило 129,29 цента, а эта цена уже была превзойдена. Но выгода от расплавки была все еще мала. В Европе же, где золотые деньги были замещены обесцененными бумажными деньгами, эта выгода была значительно больше. В Англии, ГД» точка плавления чеканного серебра стояла на уровне 66 пенсов за стандартную унцию (эквивалентно по паритету 144,69 центам за унцию чистого серебра), цена серебра поднималась одно время в феврале 1920 г. (вследствие обесценения стерлинга) до 89(г пенсов. Расплавка

¹ См. ГЛ. гл. XVIII, XIX И XX.

² Приводимые здесь статистические данные о цене серебра взяты из «Federal Reserve Bulletin», июнь 1922.

монеты населением была запрещена законом, но было решено вместе с те* изменить стандартную пробу с 0,925 до 0,500 и приступить к перече- канке всех серебряных монет, находящихся в обращении.

Расплавка серебряной монеты явилась крупным потенциальным источником снабжения, я в новом году цена серебра опять быстро упала ниже общей товарной средней. В мае, когда американский товарный индекс достигал своего максимума в 247, серебро, при цене в 103,5 цента, стоило только 169% от цены 1913 г. Позднее, хотя товар- ные цены падали, серебро падало еще сильнее, и в феврале 1921 г. было действительно ниже цены 1913 года.

Рост серебра до 89V2 пенсов, цена которая не достигалась с мо- мента царствования Эдуарда VI (см. гл. XVI), вызвал удивление и различные объяснения. В действительности же, требовал объяснения не рост (который просто отражал падение покупательной силы стер- линга), а последующее падение, которое являлось много более, чем пропорциональным общему падению цен. Лвляется ли расплавка серебряных монет сама по себе соответствующим объяснением — нельзя сказать. Падение цены само по себе уронило ценность, как слитка, британских и американских серебряных монет, а также и монет бывших нейтральных государств, ниже точки плавления, и монетный двор Соединенных штатов был обязан, согласно закона Питтмена от 1918 г., покупать у американских производителей по 1 доллару за унцию столь- ко серебра, сколько было продано пз казначейских резервов в Индию по этому закону. По многочисленные схемы перечеканки, которые были уже приведены в исполнение в Великобритании и других местах, чтобы понизить серебряное содержание вспомогательных монет, привели к увеличению предложения серебра в последующие годы.

Индийская рупия с 1917 г. практически находилась на серебряном базисе. В 1919 г., когда контроль над серебряным рынком был снят, курс был повышен до 1 шиллинга 8 пенсов, и после этого он подгонялся время от времени, поскольку ценность серебра в чеканной рупии повы- шалась. К февралю 1920 г. курс составлял 2 шиллинга 4 пенса.

Валютный стандарт был разрушен не вследствие какого-нибудь повышения ценности серебра или рупии, но вследствие обесценения золота л стерлинга. Рупия могла птти в уровень с обесценением стер- линга до тех пор, пока она не упала до уровня ценности серебра в мо- нете, и тогда она не могла падать дальше (не признавалось осуществи- мым ни перечеканка всех рупий, находящихся в обращении, ни замеще- ние их бумажными деньгами). Индия была спасена от крайних влияний послевоенной инфляции, и комиссия по индийскому денежному обраще- нию и финансам под председательством сэра Г. Бебингтона Смита в своем отчете в начале 1920 г. рекомендовала политику, которая имела в виду сохранить это преимущество. Рупия должна быть связана не со стерлингом, но с золотом. Золото, правда, само обесценивалось. Но было возможно положить предел этому процессу. Пропорции резервов феде-

рольных резервы* банков были уже очень низки, и повышение пересчетной ставки до 6% в январе было показателем, что меры к оздоровлению положения были приняты. За этим последовала валютная паника и перерыв (хотя временный) в росте цен в Америке.

Дальнейший рост золотой цены серебра был также невероятен. Точка плавления стандартного серебряного доллара была — определенной стадией процесса.

Следовательно перспективы стабильности были лучше для ценности, фиксированной в золоте, чем для ценности, фиксированной в стерлингах, которые упали менее чем за год с 4,76 до 3,20 и могли совершенно свободно упасть еще дальше. Соответственно, рупия была фиксирована как 2 шиллинга золотом или $48\frac{2}{3}$ цента. В течение короткого времени эта ценность была действительна. Но дефляционное движение в Америке ввело совершенно новый и непредвиденный элемент в проблему. Если необходимо поддерживать новую золотую ценность рупии, то товарная ценность рупии должна будет расти так же сильно, как товарная ценность золота. До того дважды паритет рупии успешно поддерживался путем извлечения из оборота рупий в обмен на золото или на активы в стерлингах (см. гл. XX и XXI). В 1920 г. для этой цели имелись очень крупные ресурсы в резерве золотой валюты и в резерве денежного обращения, и было положено начало продаже векселей («обратных тратт») на Лондон в Индии. Но в этом случае механизм перестал старым путем. Было некоторое колебание в выдаче векселей на золотые и стерлинговые активы; продажа векселей была ограничена фиксированной недельной суммой; изъятые из обращения рупии одаживались индийскому правительству и опять поступали в оборот. В апреле новый золотой паритет был потерян, и в конце концов в Индии практически совершенно не было дефляции. Быть может, это больше определялось целями комиссии Бебингтона Смита, чем безнадежной привязанностью к новому золотому паритету. Рупия оставалась стабильной. Обесценение, которое довело ее золотую ценность до $26\frac{1}{4}$ центов в конце 1920 г. и даже еще ниже в течение 1921 г., было в большей части только видимым. В действительности, это повышалась ценность золота.

Это в равной мере справедливо в отношении других валют, которые значительно обесценились в течение того же самого периода. В самом деле, каждая страна была поставлена перед выбором или допустить падение своих денег в отношении золота, или подвергнуться торговой депрессии и безработице, неотделимым от дефляции. Аргентинское бумажное пезо упало с 43 центов в апреле до 33 центов в декабре; бразильское — с 26 Уг до 147₄; чилийское — с 23У₂ до Ш₄. (Аргентинское пезо упало относительно меньше потому, что в течение короткого времени оно поддерживалось золотой валютой, при чем золотой паритет составлял 42,45).

В новом 1921 г. обнаружилось существенное оздоровление европей-

ских валют, но оно не распространилось ни на Восток (где серебро и рубли продолжали падать), ни на Южную Америку. В самом деле, повышение ценности серебра продолжалось до середины года только с замедленной слегка скоростью, и европейское оздоровление было обязано частью тому факту, что временное кредитное напряжение, вызванное финансированием американского урожая в ноябре 1920 г., особенно было почувствовано европейскими импортерами, но еще больше—дефляционными мероприятиям, которые были предприняты Англией и ее европейскими соседями. Если дефляция вначале была менее быстрой в Англии, то это потому, что предшествующая инфляция была более сильной, чем в Америке. Курс постепенно рос с 3,34 в ноябре 1920 г. до 4,00 в мае 1921 года". Он был таким образом так же высок к моменту начала дефляции, как и двенадцать месяцев тому назад. Валюты других держав Антанты в Европе и валюты бывших нейтральных государств подобным же образом восстановились (хотя Испания и Норвегия остались позади). С другой стороны, обесценившиеся валюты Центральной и Восточной Европы, хотя большинство из них стояло выше наихудших котировок 1920 г., были значительно ниже максимальных котировок за этот год. Если они преуспевали в приостановке прогресса инфляции на время, они были однако далеки от того, чтобы быть в состоянии последовать за своими западными соседями в политике дефляции.

В мае произошло первое смягчение тормозящей переучетной ставки в 7%, которая действовала в Америке почти год. Снижение было сделано только до 6½%, хотя дефляция еще значительно раньше могла бы быть совершенно безопасно предоставлена своей собственной инерции (см. гл. IX). Держать высокую переучетную ставку, когда цены скакали вниз и торговые прибыли стали отрицательной величиной, значило нажимать на тормоз, идя в гору. И даже тогда усилие не было закончено. Всеобщее снижение ценностей в Соединенных штатах, хотя оно и не достигало высшей точки в кризисе старого типа, оставило после себя в наследственность затруднения. Ссуды торговцам, которые не могли быть ликвидированы, были заморожены, и наступили банковские затруднения, которые назрели в мае 1921 г. Падение цен почти закончилось, но было другое конвульсивное напряжение, не отличающееся от напряжений в феврале и ноябре 1920 г., и вообще падение курсов продолжалось.

В это время ситуация была осложнена еще усилиями Германии осуществить первые крупные наличные платежи репараций. Миллиард золотых марок должен был быть уплачен между началом мая и концом августа. За год германские финансы были шсены от краха только увеличенными симпатиями к бумажным деньгам и казначейским векселям, проявленными публикой как результат оздоровления после денежного кризиса в феврале 1920 г. Крупные налоговые реформы 1920 г. начали приносить плоды, но даже при этих условиях сбалансирование обыкновенного бюджета не было полностью достигнуто, и реальные ресурсы

в руках правительства для производства репарационных платежей практически равнялся нулю. Небольшой резерв иностранной валюты, который был собран Рейхсбанком, был сметен начисто, и для получения остальной части оставалось только или предлагать вновь выпущенные бумажные деньги на валютном рынке, или собирать краткосрочные кредиты в иностранной валюте, чтобы отсрочить злой день на несколько месяцев.

Неизбежным результатом этого был новый крах марки, уронивший ее к концу 1921 г. значительно -ниже наинизшего уровня 1920 г. и положивший конец периоду спокойствия, продолжавшемуся с весны этого года. Условия кредита в Восточной Европе были тесно связаны -с условиями кредита в Германии. Даже Западная Европа не имела в этом отношении преимуществ, так как французская, бельгийская и итальянская валюты были весьма чувствительны ко всему, что влияло на надежды получить репарации.

До середины 1921 г. валюты Европы в целом двигались вместе, хотя некоторые из них обесценивались значительно больше чем другие. С этого момента начало выявляться более определенное разделение на две группы. Более крепкие валюты, как например английская и стран, которые были нейтральными во время войны, были близки к паритету, и общая политика содействовала поднятию их до него. Более слабые валюты, как например континентальных воюющих государств, были слишком далеки от надежды на восстановление паритета; для них девальвация становилась неизбежной. Поэтому будет лучше исследовать ход событий для каждой группы отдельно. Логически слабые валюты идут первыми; их история есть продолжение истории военных финансов, тогда как история сильных валют связывается скорее с будущим.

Россия с конца 1917 г. стоит в стороне от остальной Европы. В 1921 г. она являлась уже новым образцом того, что возможно в направлении обесценения денег. Вскоре после коммунистической революции в ноябре 1917 г. валютный рынок перестал функционировать. Но обесценение еще могло быть измерено уровнем цеп, который в середине 1918 г. был в 100 раз выше уровня 1913 г.¹ Подобный крах напоминал последние этапы континентальных денег или ассигнатов.

В это время советские вожди -стремились к безденежной экономической системе. Тогда как якобинцы цеплялись за ассигнаты и старались поддерживать их ценность и денежное достоинство, большевики не чувствовали никакого беспокойства от дискредитирования советских банкнот вследствие неограниченных чрезмерных выпусков. Когда была сметена буржуазия и у-ничтожена кредитная система, связанная с капитализмом, экономическая система, зависящая от пользующихся доверием денег, перестала существовать. С точки зрения использования денег, большевики алии со -дня на -день.

¹ Статистические данные об уровне цен, эмиссии и т. д. взяты из книги проф. Кацелелебаума «Русское денежное обращение и кредит в 1914—1924 гг.».

В 1921 г. наступила реакция. Так называемая новая экономическая политика допускала восстановление частного капитала и извлечение прибыли в некоторых формах. Было сомнительно во всякой случае, явится ли возможным полное уничтожение денег. Даже текущий обмен труда на продукты наилучше осуществим посредством счетных денег и орудий платежа. Было решено отказаться от идеала безденежной экономической системы.

Но до чего дошло состояние денежного обращения! Летом 1921 г. эмиссия достигла трех триллионов рублей, и уровень цен почти в 80 тыс. раз превышал уровень 1913 г. Работа в направлении дискредитирования денег была сделана слишком хорошо.

Было найдено остроумное средство. Были введены новые счетные деньги, но без всякого фиксированного соотношения к законным платежным средствам.

Это был «товарный рубль», равноценный по покупательной силе рублю 1913 г. В начале каждого месяца объявлялся на основе цен эквивалент товарного рубля в советских денежных знаках, и все обязательство в товарных рублях должны были оплачиваться советскими знаками по этому соотношению¹. Это соотношение для ноября 1921 г., первого месяца новой системы, было установлено в 60 000 : 1, хотя в самом деле индекс цен на 1 ноября составлял 95 500 : 1.

Официальное соотношение делало огромные скачки каждый месяц, но оставалось далеко позади действительного уровня цен. В марте 1922 г. опубликованное соотношение составляло 200 000, тогда как индекс цен достигал 1 140 000 : 1. Если деньги обесценивались до такой степени, то ежемесячные определения товарного рубля далеко не были достаточно часты. Функция определения величины товарного рубля в совзнаках была поручена учрежденному Государственному банку, который опубликовывал эту величину много раз в месяц.

Но это остроумное решение не было практически осуществимым. Надеялись на определение этого соотношения ежедневно, но это оказалось совершенно невозможным. И когда население начало устанавливать цены в товарных рублях, то что стало индексом цен?

Следующим шагом явилась эмиссия банкнот Государственным банком в ноябре 1922 г. Банкноты были определено основаны на золотой ценности; они были названы червонцами в десять золотых рублей. Но они не были разменны на золото или на какой-нибудь эквивалент золота. К этому времени существовало некоторое подобие валютного рынка. Существовали котировки долларов и фунтов в советских рублях. Государственный банк усвоил практику обратного выкупа своих банкнот на советские рубли по цепам, основанным на этих котировках². Подобно то- **

¹См. пр 'ф. Л. Н. Юровский, «Проблемы денежного обращения и кредитная политика Советского Союза», с. 71—72.

* Ibid., с. 103—104.

варному рублю, червонец был просто эквивалентом меняющейся суммы советских рублей, выбранный таким образом, чтобы держать ценность единицы по возможности наиболее устойчивой.

Советский рубль оставался главным орудием платежа. Чтобы избежать громоздких рядов цифр, были введены новые рубли 1922 г. равные 10 тыс. старых рублей, а затем — рубли 1923 г., равные 100 рублям 1922 г. Это было просто изменением наименования. Наконец в 1924 г. выпуски советских рублей пришли к концу. Банкноты Государственного банка стали единственными деньгами. Рубли 1923 г. были изъяты из обращения в марте 1924 г. по цене в 50 тыс. рублей за один золотой рубль. Таким образом, конечная девальвация была произведена в соотношении 1 : 50 000 000 000.

С тех пор червонец ретировался соотношением к котировкам иностранной валюты. Но рынок фунтов и долларов был подвержен суровому официальному регулированию, и тенденция цеп к росту показывает, что стабилизация никоим образом не была завершена. Эти события в России были абсолютно оторваны от истории денег в остальной Европе. Тем не менее, они дают знаменательный прецедент того, что может случиться. Начало новой экономической политики в России совпало по времени с возобновившимся крахом германской марки под внезапным давлением репарационного миллиарда, потребовавшегося в мае 1921 г. К этому сроку марка стоила около $\frac{1}{10}$ золотого паритета. Некоторые другие валюты были значительно более обесценены: венгерская крона — до $\frac{1}{10}$, австрийская — до $\frac{1}{80}$, польская марка — до $\frac{1}{20}$ золотого паритета. Только последняя из названных превзошла стадию обесценения, достигнутую рублем в 1918 году.

Все валюты Центральной и Восточной Европы находились в состоянии спокойствия в первые месяцы 1921 г. Внезапная слабость германской марки толкнула их все к новому снижению. В 1922 и 1923 гг. Германия продолжала быть центром шторма. Обесценение здесь стало уже настолько быстрым, что доход от прямых налогов улетучивался еще до его собирания. Обрезанные таким образом доходы далеко не соответствовали расходам. Долгосрочные займы, обозначенные в марках, были бы изгнаны с рынка насмешками; заграничные займы в иностранной валюте были недостижимы. Дефицит покрывался продажей казначейских векселей. Но публика потеряла доверие и не хотела принимать их; векселя должны были учитываться Рейхсбанком. Другими словами, дефицит покрывался печатанием бумажных денег; других ресурсов не существовало.

При таком состоянии финансовой прострации происходило сверхнастойчивое требование возрастающих репарационных платежей. Расписание платежей 1921 г. должно было быть пересмотрено, но пока требовался твердый поток предварительных платежей за первую часть 1922 г. В июле 1922 г. Германия просила о моратории, но получила отказ, хотя от нее вместо следуемых тогда платежей были приняты

шестимесячные векселя. Марка, которая стоила полцента в январе 1922 г., упала до 100 цента годом позднее, когда французы и бельгийцы оккупировали Рурский угольный бассейн.

Оккупация временно освободила германский бюджет от бремени репараций (за исключением временно платежей Соединенному королевству согласно акта о репарациях), в связи с чем была предпринята легкая попытка поддерживать курс на уровне 48 долларов за миллион марок (V₅₀₀₀ паритета). Правительство взяло на себя тяжелое обязательство поддерживать «пассивное сопротивление» рурских промышленников. В апреле попытка стабилизации рухнула.

В течение следующих семи месяцев продолжалось стремительное обесценение, превосходящее все отмеченное в истории денежного обращения. Запасов монет, подобных тем, которые появлялись во Франции в момент крушения ассигнатов, не было в достаточных размерах. Единственным путем избавиться от денег, которые не могли внушать доверия к удержанию их ценности на один час, было создание новых счетных денег без какого-либо материального овеществления, наподобие «товарного рубля». «Чрезвычайные деньги» начали выпускаться в начале осени, под наименованием «золотых марок». Имперское правительство выпускало их в форме казначейских векселей золотой ценности (на подобие казначейских векселей, выпущенных Монтепо для покрытия недостатка в деньгах в 1696 г.); муниципалитеты, железные дороги, и некоторые другие учреждения выпускали свои билеты (в нарушение монополии Рейхсбанка). Таким образом золотая марка получила основание как кредитная единица в то время, когда Золотых монет нигде не было видно. Золотой рынок (в форме рынка американских долларов) был однако очень оживлен.

Это обстоятельство было искусно использовано. Был учрежден новый эмиссионный банк—«Рентен-банк», и его банкноты, выраженные в «рентных марках», были сделаны разменными на процентные золотые боны. Золотые боны в свою очередь были обеспечены принудительным займом у промышленности и сельского хозяйства.

Этот план — хотя смело объявленный на время как переходная форма—был теоретически основательным. И на практике он действовал. Источником опасности было то, что правительство должно было снабжаться денежными суммами в течение переходного периода в два или три месяца, пока не было возможности ввести налоги на золотом базисе; оно должно было в действительности финансироваться новыми бумажными деньгами. Но существование независимой гарантии в форме принудительного займа поддерживало общественное доверие, и новые бумажные деньги удерживали свою ценность.

Появление устойчивых счетных денег прикончило бумажную марку. Когда обязательства не выражались уже больше в бумажных марках, то последнее побуждение держать остатки бумажных марок исчезло. Б

середине ноября бумажная марка упала до одной триллионной своей золотой ценности, и в этом соотношении она была замещена рентными марками в следующих месяцах. Таким образом это соотношение было в двадцать раз больше того, которое было отмечено в России, и крах было много более быстрым. В апреле 1923 г. марка находилась в стадии обесценения, достигнутой рублем весной 1920 г.; потребовалось четыре года, чтобы покончить с рублем, и только семь месяцев, чтобы покончить с маркой.

Крах марки был вызван репарационными платежами. Это не значит, что эти платежи преувеличивали экспортные возможности Германии. Кейпс в своей книге «Экономические последствия мира» категорически и настойчиво утверждает, что предполагавшиеся тогда репарационные обязательства превосходили способность Германии в создании экспортных излишков, и так как он писал свою книгу осенью 1919 г., то этот аргумент получил широкое признание.

Но приводить действительное крушение марки как доказательство, подтверждающее аргумент, значит ложно судить о причинах крушения. Германия не подчинилась основному условию — внести в бюджет свои обязательства. Она была даже не в состоянии собирать доходы для покрытия годовых внутренних расходов правительства. Кейнс возражал против обязательства, которое он оценивал в 480 млн. фунтов в год. Действительные платежи, произведенные в счет репарации в 1921, 1922 и 1923 гг. были значительно меньше и по всей вероятности не превышали экспортного баланса.

Крушение марки было вызвано просто инфляцией. Правительство не имело ресурсов, за счет которых оно могло бы покрывать следуемые платежи, и время от времени оно выступало на валютном рынке с предложением свежотпечатанных бумажных денег за иностранные деньги на любых условиях. Несомненно, тот факт, что бумажные деньги создавались для покрытия внешних обязательств, приводил к преувеличенному обесценению марки в отношении иностранных валют и продуктов внешней торговли; по эта инфляция не отличалась существенно от инфляции, вызванной каким-либо иным путем.

Валюты, которые начали обесцениваться в соответствии с маркой в 1921 г., претерпели различные судьбы в два следующие года. Первой страной, освободившейся от германского денежного влияния, была Чехо-Словакия. Чехо-Словакия организовалась из наиболее процветающих и в промышленном отношении наиболее сильных частей старой Австро-венгерской империи. В начале 1919 г. вновь созданная республика предприняла шаги к отделению своего денежного обращения от денежного обращения других стран, которые пользовались банкнотами Австро-венгерского банка. Было установлено, что все банкноты, находящиеся на ее территории должны быть проштемпелеваны особым официальным штемпелем. Был установлен срок в несколько дней для представления населением своих денег для наложения штемпеля, и в то же время гра-

ницы были закрыты, чтобы ограничить штемпелевание лишь теми банкнотами, которые уже были в стране \

После этого только проштемпелеванные банкноты являлись законным платежным средством, и они образовали отдельную чехословацкую валюту (подлежащую замене, в надлежащее время, новой эмиссией). Мероприятие по штемпелеванию было соединено с принудительным займом; свыше определенного лимита, половина всех сумм удерживалась и держателям взамен этого выдавались боны.

Чешская крона не скатывалась вниз вместе с австрийской и венгерской кроной. В мае 1921 г. она была приблизительно на том же самом относительном уровне, как и германская марка. Она начала падать, но не так быстро, как марка. В ноябре 1921 г. крона стоила приблизительно один цент, но за этим последовало спекулятивное повышение.

Чехо-Словакия находилась в благоприятных условиях. Она не имела ни военного долга, ни репарационных обязательств и ее территория не была разорена. Она имела сильное правительство, которое энергично вводило налоги. В начале 1922 г. она получила возможность выпустить заем в Лондоне и Нью-Йорке. Она имела соответствующие ресурсы, чтобы поддерживать курс своих денег и воспрепятствовать их дальнейшему обесценению. С октября 1921 г. до мая 1922 г. банкнотная эмиссия была понижена с 12,3 млрд, до 9,7 млрд, и курс повысился с 1 цента до 1,9 цента. Повышение, раз начавшись, получило дальнейшее движение и в августе 1922 г. курс достигал 3,7 цента, хотя сокращение банкнотной эмиссии прекратилось. После этого крона успешно стабилизировалась па уровне приблизительно 3 центов, но не без жестокой депрессии и безработицы, характеризующих период падающих цен.

В течение 1922 г., кроме Чехо-Словакии, Финляндия и Латвия — страны также обе свободные от военных долгов и репарационного бремени — успешно стабилизировали свои валюты на новой золотой основе. Австрия, обремененная и военным долгом и огромными, но неопределенными репарационными обязательствами, напротив, была беспомощна. Ее валюта начала скатываться в пропасть даже быстрее, чем валюта германская. Полное дискредитирование платежных средств угрожало экономическим параличем, голодом и анархией. Настоятельно требовалось международное участие. Репарационные обязательства по соглашению были отсрочены и Лига наций выступила со схемой реконструкции. Австрии был предоставлен заем с международной гарантией в Лондоне, Нью-Йорке и других центрах и представитель Лиги был пазпачен в Вену для наблюдения за применением полученных сумм к схеме реконструкции. Валюта была успешно стабилизирована, но только на уровне 1:14 400 ее прежней золотой ценности — цифра, являющаяся внушительной на ряду с германским и русским соотношением обесценения. Но

¹ Тот же самый метод был применен в то нее время Югославией, а впоследствии и другими государствами.

в действительности, выгода рантье, который прежде имел 10 тыс. фунтов в год и оказывался с 14 шиллингами в год, не является очень существенной сравнительно с тем, если бы он не имел ничего.

Румыния, Югославия, Греция и Болгария испытывали существенное, но не тягостное обесценение между маем 1921 г. и первыми месяцами 1923 г. и после этого получили относительно спокойствие. Напротив, Венгрия и Польша испытывали быстрое и возрастающее обесценение своих валют в течение всего 1923 г. и приняли планы стабилизации (с помощью Лиги наций и отношении Венгрии) в течение 1924 года.

Ужасная трясина денежного расстройтва, от которого страдала Центральная и Восточная Европа, таким образом практически окончилась в конце 1924 г. Золото было восстановлено, как валюта. Но стабилизация не везде была обеспечена (Польша вновь вступила на путь инфляции, хотя и не злополучной, в 1925 г.), а в некоторых странах в этом направлении не было даже и попыток. Но ужасная деморализация, которая разрушила все-какое доверие к мерилу ценности, больше уже не являлась господствующей.

В Западной Европе не было денежного краха, сравнимого с крахом в Германии, Польше, Австрии, Венгрии или России. В Соединенном королевстве и группе бывших нейтральных государств обесценение никогда не было таким, чтобы уничтожить основательность ожидания возврата к старому паритету. Франция, Бельгия и Италия страдали более серьезно. Все три оказались перед крупными расходами по восстановлению испытывавших нашествие территорий; все три оказались глубоко связанными в своих финансовых предположениях перспективами получения репарационных платежей от Германии. Во Франции, в частности, и расходы на Восстановление и неопределенные кредиты по репарациям достигали огромных размеров. Франция и Италия были обременены также колоссальными военными долгами, внутренними и внешними. Внешние долги включали очень крупные обязательства британскому и американскому правительствам, каковы обязательства, поскольку они оставались неотвержденными, являлись дальнейшим источником неопределенности.

Падение, которое пережил французский франк и итальянская лира к году, следующем за отказом от поддержки курсов в марте 1919 г., было результатом бюджетных тягот. Денежная инфляция в каждом случае вызывалась огромным и возрастающим текущим долгом. Но и Франция и Италия участвовали в повышении валют и падении цен, которые начались в 1920 г. Жестокое добавочное обложение улучшило положение бюджета. Раз инфляция остановилась, то стали возможны внутренние займы.

В начале 1922 г. Франция, казалось, находилась относительно в спокойном состоянии. Франк стоил 9 центов, что являлось наивысшей точкой за все время после 1919 г. (паритет составлял 19,295 центов). Текущий долг больше не возрастал; бюджетный дефицит и расходы по восстановлению покрывались займами на явно здоровой базе.

Удовлетворительное положение вещей зависело от доверия в деньгам, а это доверие балансировало на лезвии бритвы. Если бы вернулось недоверие к деньгам, то инвесторы не стали бы ссужать деньги, выраженные во франках, и опять начался бы заколдованный круг инфляции.

Дефицит по обыкновенному бюджету был все еще значительным, я вдобавок существовал еще отдельный чрезвычайный бюджет «Расходов, подлежащих возврату по мирным договорам». Этот отдельный бюджет имел одни расходы, но не имел никаких доходов. Все доходы были в будущем, в зависимости от решения репарационной проблемы. И) расходы включались не только новые капитальные затраты на разоренные «круга, но долговые платежи по прошлым расходам по этой рубрике и вся годовая сумма военных пенсий. Самое наименование — «Расходы, подлежащие возврату», — свидетельствовало о зависимости французского бюджета от Германии. От общественного мнения Франции нельзя было ожидать понимания всей сложности проблемы репараций, и каждый, спекулирующий на франках, зорко наблюдал за марками.

В конце 1921 г. правительство Бриана склонялось к принятию примирительного соглашения. Роспись платежей была так сильно изменена, что Германия соглашалась сделать промежуточные платежи, которые казались соответствующими надлежащей величине. Но в начале 1922 г. Бриан, сторонник соглашения, уступил свое место Пуанкаре, стороннику насилия. Вместе с отказом Германии в требуемом моратории в июле 1922 г. началось крушение марки, а в январе 1923 г. произошла оккупация Рурского угольного бассейна. Окончательное крушение марки, произошедшее отсюда, не могло оказать влияния на франк. Франк стоил 9 центов весною 1922 г. К концу 1923 г. он упал до 5 центов и все еще продолжал падать. 8 марта 1924 г. он расценивался в 3V2 цента. Но более знаменательным фактом, чем падение рыночной котировки франка, была невозможность путем займа, выпущенного в январе 1924 г., собрать деньги для восстановления разоренных округов; было подписано только 1,6 млрд., когда требовалось 3 миллиарда.

Было похоже на то, как если бы Франция попала в положение госпожи Барделль, когда она отправила господина Пикквика в долговую тюрьму. Пуанкаре смело боролся с создавшимся положением. Быстро было проведено существенное увеличение обложения. Были получены кредиты за границей, — 4 млн. фунтов в Англии и 100 млн. долларов в Америке, — под обеспечение золотых запасов Французского банка. Население оправилось от своей паники. Произошла обычная реакция, когда население оказалось с недостаточно малыми запасами денег. В течение приблизительно шести недель франк повысился до 6Уч центов.

С опубликованием отчета комиссии Дауэса в апреле 1924 г. и принятием его на Лондонской конференции в августе 1924 г. вопросы репарации перестали являться нарушающим фактором. В июне после выборов Пуанкаре уступил свое место Эррио и правительству левых. Тем *т* менее колебание франка еще не прекратилось.

Судорожный рост франка в апреле 1924 г., так же как и предшествующее ему падение, был чрезмерен. Французский банк был бессилён контролировать этот рост, потому что он не мог увеличивать предложение франков без превышения максимального лимита в 41 млрд., установленного законом для его банкнотной эмиссии. Произошла некоторая реакция, но сначала не в серьёзном размере.

Даже налоговые реформы Пуанкаре в действительности не сбалансировали бюджета. В октябре был выпущен заем для покрытия дефицита. Он имел скромный успех, но чтобы собрать приблизительно пять миллиардов, правительство должно было выпустить его на условиях, которые приносили около $8\frac{1}{2}\%$ подписчикам. И дефицит не был больше крайне настоятельным вопросом. Текущий долг превышал 90 млрд. Регулярное возобновление 50 млрд, или более бон национальной защиты зависело от доверия. Летом и осенью 1925 г. должен был наступить срок бонам в сумме, превышавшей всего 20 млрд., тем самым, которые были выпущены правительством Пуанкаре. Если бы не могли быть приняты для них некоторые другие меры, то вся эта сумма могла бы прибавиться к и без того уже чрезмерному текущему долгу.

Создалось положение, воспроизводящее время военных финансов. Это приходило в голову даже прежде наступления сроков первых бон. В мае 1925 г. правительство должно было признаться, что законные пределы ссуд Французского банка правительству и банкнотной эмиссии были превышены и что неправильности были скрыты в публикуемых Банком отчетах. Эррио предлагал восстановить финансовое положение путем принудительного займа, но он потерпел поражение в Сенате. Не было способа, посредством которого большинство Палаты депутатов могло бы одержать верх над Сенатом. В течение следующих четырнадцати месяцев непрочные правительства, с текущей сменой министров финансов, были не в состоянии восстановить финансы страны. В июле 1926 г. франк упал до $2\frac{1}{2}$ центов (на один день даже до 2 центов). Наконец, крушение было приостановлено образованием коалиционного правительства, возглавляемого Пуанкаре, но включавшего также и Бриана и Эррио. Наконец создалась возможность Сенату, Палате депутатов и правительству работать согласованно. Комиссия экспертов, назвавшаяся в мае 1926 г. Раулем Пере, в июле опубликовала отчет, рекомендуемый программу реформ. Было введено новое жестокое обложение, достаточное не только для сбалансирования бюджета, но и для получения крупного погасительного фонда. Французский банк был уполномочен покупать золото и иностранную валюту, и если необходимо, то превышать максимум банкнотной эмиссии для этой цели (это помогало бы Банку предупредить необычайно резкое повышение ценности франка, хотя до настоящего времени не было необходимости превышать максимальную эмиссию, которая достигала $58\frac{1}{2}$ млрд.).

В декабре 1926 г. явилась возможность фактически начать стабилизацию франка в точности на уровне 4 центов.

В то же время бельгийский франк имел равно беспокойную историю. До 1925 г. он был тесно связан с французским франком. Бельгия была заинтересована в перспективах репараций, и ее валюта была подвержена тому же самому политическому влиянию с этой стороны, как и валюта Франции. Но интимность связи между двумя франками была главным образом обязана тесной связью французской и бельгийской банковской системы. Бельгийский франк иногда стоил немного больше, но обычно немного меньше, чем французский франк; в целом они двигались вверх и вниз вместе. Летом 1925 г. французский франк потянул вниз бельгийский франк, хотя Бельгия не была прямо замешана в французских бюджетных затруднениях. Осенью была сделана попытка эмансипировать бельгийский франк от французского влияния; он был стабилизирован на уровне 4Уг центов. Это была чисто административная мера; не было законного обязательства разменивать банкноты по этой цене.

Спустя несколько месяцев после стабилизации проявились различные неблагоприятные тенденции. Ни бапкеры, ни промышленники не хотели поддерживать свою валюту выше французской. Стабилизация (в то время, когда золотые цены во всем мире падали) заключала в себе большие финансовые усилия и большие невыгоды для производителей, чем могло быть получено за это. Затруднения возникали и в приобретении банкирами внутри страны возобновляемого текущего долга и в содействии заграничным банкирам в получении кредитов для поддержания валюты на достаточно либеральных условиях. В марте 1926 г. план стабилизации был оставлен, и бельгийский франк оказался еще раздвигающимся в соответствии с французским. Он участвовал в кризисе в июле 1926 г. (упав до 2 центов). В октябре был принят новый план стабилизации по курсу около $2\frac{1}{2}$ центов. Этот план был установлен законом, и предполагалось, что он будет окончательным.

Итальянская валюта обесценивалась до 1926 г. Затем наступило оздоровление, и правительство стремилось временно к прогрессивному повышению ценности. Но ввиду растущей депрессии эта политика была оставлена, ради фактической стабилизации на уровне 89 — 90 лир за 1 фунт стерлингов.

В Англии, где поток инфляции был остановлен в 1920 г., главной заботой было восстановление фунта до его паритетной ценности в 113 гран чистого золота, или в $4,86\frac{21}{32}$ доллара. До июля 1921 г., когда падение цен в Америке можно было считать прекратившимся, не было реального движения в направлении паритета. Курс был равен 3,63; он был выше панических котировок февраля или ноября 1920 г., но он был ниже уровня, достигнутого весной этого года. Индекс цен упал с 325,5 в мае 1920 г. до 194,1 в июле 1921 г. Мировая ценность фунта повысилась на 68%, тогда как ценность доллара возросла на 75%. Фунт действительно потерял почву под ногами перед долларом.

В обеих странах падение цен вызвало почти невыносимое напряже-

ые в торговле и промышленности. В Америке индекс промышленного производства упал с 90 в июне 1920 г. до 66 в июне 1921 г. Количество безработных исчислялось в 4 млн. В Великобритании число безработных, после того как прошло влияние угольной забастовки (апрель—июнь), было 1 500 тыс. и продолжало возрастать. Каков же должен был быть следующий шаг кредитной политики? Американский доллар был на золотой базе. Золотые резервы сильно повысились в 1920 г.; излишек, принадлежащий федеральным резервным банкам и превышавший их уставную резервную долю, понизился одно время до 200 млн. долларов, и в декабре 1920 г. стоял на уровне 332 млн. долларов. В 1921 г. излишек быстро возрастал и в июне достиг одного миллиарда долларов. Ни одна страна в мире не сохранила золотой валюты. Соединенные штаты были единственным покупателем золота для монетных целей и должны были поглощать все избыточное предложение. Дальнейшие снижения понизили переучетную ставку до 4½% в ноябре 1921 г. В 1922 г. торговля начала оживляться и цены расти.

В Англии, напротив, деньги все еще обращались с учетом. Банковская ставка была понижена так же, как прежде Нью-йоркская переучетная ставка; но позднее Лондон отступил и закончил год при 5%. Эта была все еще очень высокая ставка во время депрессии, и при этом не могло быть притока золота, чтобы сделать банковскую ставку недействительной. Цены продолжали падать. В январе 1922 г. индекс был равен 164, упав на 15½% с инАя.

Таким образом в течение шести месяцев действительная ценность фунта продолжала расти, тогда как ценность доллара оставалась постоянной. Результат отразился на курсе, который возрос с 3,63 в июле 1921 г. до 4,22 в январе 1922 года.

Начался наконец действительный прогресс. Поскольку доллар оставался постоянным, пропасть, отделявшая стерлинг от паритета, уменьшилась за шесть месяцев с 25% до 14%. Но какою ценой! Число безработных возросло до 2 млн. Человек.

Цены еще продолжали падать, а курс все еще рос в феврале 1922 г., когда, банковская ставка была понижена до 4½%. Последующими снижениями она была доведена в июне до 3%. Нью-йоркская ставка была понижена в том же месяце до 4%. Оздоровление имело значительно больший успех в Америке, чем в Англии. Американские цены росли, английские были стационарны. Ставка в 4½% в Соединенных штатах имела менее тормозящее действие, чем 3 % в Англии.

В марте 1923 г. американский индекс цен повысился до 159, а курс до 4,70. При этом уровне можно было поддерживать режим дешевых денег в Англии без какой-либо явной жертвы. Торговля развивалась, число безработных упало до 1 300 тыс. человек, курс был всего на 3½% ниже паритета.

Эта многообещающая ситуация была нарушена изменением поли-

тики в Америке². Там цены возросли на 15% выше низкого уровня в 138 в январе 1922 г. Безработица прекратилась. Со всех сторон было заметно развитие производительной деятельности; тут и там появлялись симптомы спекулятивной вспышки. Повидимому, федеральные резервные банки работали, руководствуясь пропорцией резервов, предписанной федеральным резервным законом 1913 г. Сигнал к сокращению кредита должен был бы быть дан сокращением золотого запаса, а сигнал к экспансии—его изобилием. Кредитная экспансия 1922 г. не приостановила накопления золота. Избыточный запас золота вырос до 1 500 млн. долларов. Намечалась ясная дорога к другой ужасной инфляции.

Опыт 1919 и 1920 гг. показал, что приверженность к золотой валюте сама по себе не являлась защитой против такой опасности и насколько не содействовала смягчению вредных влияний инфляции, которые последняя вела за собой. Федеральные резервные банки вполне учитывали положение; они умышленно оставили уставный принцип резервных пропорций и приняли вместо него политику стабилизованного кредита. Они стремились в равной мере избежать как инфляции, так и дефляции; не будучи строго связана с фиксированным индексом цен, эта политика тесно приближалась к стабилизации действительной ценности денежной единицы.

Первым шагом явилась приостановка кредитной экспансии, которая была в полном разгаре в начале 1923 г. Переучетная ставка в феврале была повышена до 4½%. Был понижен портфель принадлежащих федеральным резервным банкам ценных бумаг, купленных на открытом рынке. Кредит почти так же легко отвечал этому способу воздействия, **£**ены скоро начали падать. В первые месяцы 1924 г. федеральные резервные банки признали, что сокращение зашло дальше, чем они намечали. Произошло серьезное снижение производства и некоторое новое усиление безработицы. В июне индекс цен достигал 144,6, или на 9% ниже, чем в марте 1923 г. Банки повторили в более умеренном раз-
мере ошибку сохранения тормозящей переучетной ставки слишком долго после того, как она оказала свое действие.

Сокращение кредита в Америке положило в Англии конец счастливой комбинации—оживляющейся чЮрггши с повышающимся курсом. Одно или другое из этих преимуществ должно было быть принесено в жертву. Всякое отклонение от режима низких учетных ставок положило бы конец торговому оживлению. Вопреки прогрессу, имевшему место с начала 1922 г., депрессия была все еще очень жестокой. В Америке депрессия 1921 г. была излечена определенной кредитной экспансией и существенным ростом цен. Швейцария находилась в разгаре этого опыта. Достигнув золотого паритета в декабре 1921 г. ценою сильной депрессии и безработицы, она умышленно понизила свою банковскую ставку до 3% и допустила падение курса в течение 1922 г. В середине

¹Для более полной оценки и критики кредитной политики в Англии и Америке за 1922—1926 гг. см. «Monetary Reconstruction», с. 139—176.

1923 г. швейцарский банк обращался с учетом в 9%, но безработица перестала быть серьезной. Швейцарская банковская учетная ставка была тогда повышена до 4%.

В Англии не было роста цен после краха в 1921 г. и прогресс оздоровления был много медленнее, чем в Соединенных штатах или Швейцарии. В марте 1923 г. курс начал падать; в июне он упал ниже 4.60; в июле банковская ставка была повышена до 4%.

В следующие месяцы, однако, банковская ставка сделалась недействительной. Рыночная ставка учета опустилась почти до 3%. Осенью политические влияния (в частности перспектива рабочего правительства) вызвали спекулятивное понижение курса с инфляционным действием. Все же было допущено понижение рыночной учетной ставки. Курс падал одно время до 4,20. Индекс цен повысился в феврале 1924 г. до 167, или на 6% против уровня в октябре 1923 года. Безработица, после некоторого периода стабильности, начала опять уменьшаться. В июне 1924 г. число безработных составляло 1 млн. человек, или на 220 тыс. меньше, чем двенадцать месяцев назад.

В целом, вопреки росту банковской ставки в 1923 г., курс был принесен в жертву торговому оживлению, но не так решительно, чтобы прийти к очевидному уничтожению безработицы, ка́кое было достигнуто в Соединенных штатах или Швейцарии. Число безработных, хотя и уменьшилось на половину с января 1922 г., но все еще было чрезвычайно велико.

В 1924 г., как мы видели, федеральные резервные банки нашли, что произведенное ими сокращение кредита зашло слишком далеко. Последовательными снижениями в мае, июне и августе нью-йоркская переучетная ставка была доведена до 3%. Банки увеличили свои портфели ценностей. Началось расширение кредита и рост цен.

Этот возврат к благоприятным условиям 1922 г. поставил перед Лондоном выбор кредитной политики в новой форме. В 1923 г. приходилось выбирать между депрессией торговли и обесценением валюты. В 1924 г. выбор был между оживлением торговли и повышением курса валюты. Если допустить экспансию кредита *pari passu* с экспансией в Америке, курс остался бы на существующем уровне, но было бы возможно достичь прекращения безработицы. Если бы кредит был настолько ограничен, чтобы держать фиксированный уровень цен, курс возрос бы, но избавление от безработицы было бы замедлено. В июле 1924 г. был предпринят первый, хотя и не блестящий, шаг в направлении кредитной рестрикции. Банковская ставка оставалась на уровне 4% годовых, но она была не эффективна. Тогда был применен нажим и рыночная ставка была повышена до 3% или 3%. Как ни незначительно было это изменение, оно было достаточно, чтобы препятствовать уровню цен в Англии, расти одновременно с уровнем цен в Соединенных штатах. Курс повышался. Этот рост скоро был облегчен спекулятивными предвосхищениями возврата к паритету.

В январе 1925 г. курс достиг 4,78. Американский индекс цен составлял 160. В конце февраля нью-йоркская переучетная ставка была повышена с 3 до 3Уг%. Даже при этой она была ниже, чем когда-либо в течение кредитной экспансии 1922,23 г., и она была на *Уч 7о* ниже английской банковской ставки.

Затем банковская ставка была повышена до *В%*. Этим кредитная рестрикция, которая была страшна и оставлена с 1921 г., вновь была введена. Состояние безработицы перестало улучшаться с июня 1924 г.; оно начало серьезно ухудшаться.

Можно предположить, что это изменение кредитной политики должно было ускорить движение фунта стерлингов в направлении паритета и облегчить возобновление золотой валюты. Но на деле это было не так. Золотая валюта действительно была восстановлена 27 апреля 1925 г. Канцлер казначейства объявил, что Английский банк будет продавать золото для экспорта без ограничения по чеканной цене в 3 фунта 17 шиллингов 10 *Ms* пенсов за стандартную унцию. В начале мая был издан закон о золотой валюте.

Восстановление золотой валюты неизбежно поставило курс почти в уровень с паритетом. Но в платежном балансе не было достигнуто равновесие. Слабый пункт был обнаружен в политике высокой банковской ставки. Банковская ставка, превышавшая на 1 *Уч%* нью-йоркскую переучетную ставку, побуждала американские банки отправлять излишние денежные суммы в Лондон для временного помещения. Пока этот процесс действовал, курс поддерживался на уровне, благоприятном для Лондона. Но когда банковская ставка была понижена, остатки денежных сумм начали опять утекать обратно, и произошло сильное изъятие золота из Лондона. Это привлечение ликвидных сумм из Нью-Йорка не было действительным преимуществом курса; скорее оно было стеснением (см. гл. IX).

Постоянная выгода могла бы быть получена только от высокой банковской ставки через сокращение кредита и повышение действительной ценности фунта. Это действительно произошло. Индекс цен упал со 171,1 в январе 1925 г. до 143,6 в апреле 1926 г. и (после угольного конфликта) до 140,6 в марте 1927 г. Но большая часть этого эффекта была уничтожена падением американского уровня цен. Индекс упал со 161,0 в марте 1925 г. до 145,3 в марте 1927 г. Ценность фунта повышалась, но прямые попытки в этом направлении были оставлены.

Действительная ценность золота на мировых рынках возрастала. В 1923/24 г. она возрастала вследствие кредитной рестрикции в Америке. В 1925—1927 гг. там не было такой рестрикции. Нью-йоркская переучетная ставка никогда не повышалась выше 4% и большую часть времени стояла на 3½%. Не было заметного снижения активов, приобретенных на открытом рынке федеральными резервными банками. Кредитная рестрикция пришла из Лондона. Неоднократно иллюстриро-

вალაწ სილა სავსი ანგლიწკო ბალკა კაკ მუდუნადოწო ფაქტორა. ჸოგა ბანკოვსკა სავსი რატუტ, თო ეთო დეიწვსიე აუწუწაწა კადუმ პროიწვოდითელმ, ჸოროწი პროდატ ბრიწანსკიმ კუწამ ილა კუწამ, ფინანსირუემუმ პრომო ილი კოსენწო ჸერეზ ლონდონსკიწ დენეწწიწ რუწოკ. ამერიწანსკიწ პროიწვოდითელი ტაკჸე ნე ბული სვობოდნი თო ეთოწ ვლიწნიწ. მნოგიე ამერიწანსკიწ პროდუქტი, ვკლუწა ბოლშუი ჸაწტ უროჸაწ ვოლოკონ, ჸაწტიწო ჸავსუწ თო მიროვუწ რუწოკოწ, ი ცენი იწ უწრავლუწა მიროვუმი ცენამი. სოკრატენიე ეფფექტიწოწ სპროს ნა ევროპეიწსკიწ რუწოკოწ აწრატალოწ ნა ამერიწანსკიწ ექსპორტერაწ, ა ჸერეზ ნიწ ი ნა ამერიწანსკიწ რუწოკოწ ვოობწე.

В этом состоял конфликт между политикой дешевых денег в Нью-Йорке и политикой дорогих денег в Лондоне, и последняя получила преобладание вследствие международного могущества лондонского учетного рынка. Результатом этого явилось отклонение федеральных резервных банков от стабилизационной политики. Это отклонение было менее заметным, чем в 1924 г. Падение цен будет меньше после того, как сделать поправку на нежные факторы, как, например, обильный урожай хлопка.*

Уменьшение производства было незначительным. Вредные влияния не были серьезными, потому что кредитная рестрикция проявилась в Соединенных штатах в смягченной форме.

В Англии и Европе последствия этого были много более очевидными. Движение в Англии, направленное на уничтожение безработицы с тех пор, как в июле 1924 г. была введена в действие 4% банковская ставка, было ничтожным.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Та теория денег, ^{которую} я назвал классической, походит из постулата, что каждая из двух обмениваемых вещей должна иметь ц е н н о с т ь . Если товары или услуги продаются за деньги, деньги должны иметь ценность, точно так же, как товары или услуги. Если они продаются за кредит, то кредит должен иметь ценность. Долг или кредит есть обязательство платежа со стороны дебитора, и если долг или кредит должны иметь ценность, следовательно то, что он обязан уплатить, должно иметь ценность. Кредиты могут употребляться как субститут денег потому и только потому, что они представляют собою титул денег. Право получить деньги по первому требованию во многих отношениях равноценно деньгам. Кусов бумаги, который только удостоверяет предоставление этого права, но фактически не делает этого, в действительности не имеет никакой ценности; он является обещанием уплатить, которое не сдержано. Бумажные деньги, которые неразменны на

звонкую монету, являются ложью, обманом. Кто купил товары за бумажные деньги, купил нечто за ничто; точно так же, если кто кунил их за кредит, оплачиваемый только в бумажных деньгах. Монета отличается от слитка только тем, что ее вес и проба удостоверены. Если она не будет содержать предписанного количества чистого металла, то это удостоверение будет ложным.

Эта суровая и непримиримая доктрина обязана своим успехом скорее практической полезности, чем теоретическому совершенству. Она выросла из политических споров, которые время от времени бушевали вокруг вопросов денежного обращения. Атакуемая и защищаемая тысячами политиков и памфлетистов, она заняла положение единственной теории, которая устанавливает ясную, самодовлеющую, действенную систему. Экономисты, во всяком случае в прошедшем полустолетии, не оказывали ей такой безграничной преданности, как люди практики. Они видели, что драгоценные металлы сами не могут служить неизменным мериллом ценности, и они задумывались над идеальными денежными системами, основанными на индексах цен, или над аналогичными проектами. Но в целом для большинства населения здоровые деньги все еще означают, как и раньше означали, металлические деньги. В них они видят оплот против инфляционизма, этого привлекательного, но предательского финансового порока.

Но рекомендовать догму, исходя не из ее существенной силы, а из ее хороших практических последствий, опасно. Когда население откроет ее теоретическую слабость, оно сможет не только отбросить догму, но и пренебречь практическими последствиями. Лучше знать слабость друга, иначе дружба будет непрочной и может рухнуть под давлением некоторых неприятных открытий.

Инфляция означает слишком свободное создание кредита. Классическая теория денег учит нас защищаться против этого, строго связывая кредит с металлической базой. Она прямо признает бумажные деньги и неполновесные или переоцененные металлические монеты опасными средствами. Но трактуя их не только как опасные, но и как отрицание достоверности, классическая теория заходит слишком далеко.

Одним из последствий этого было то, что природа счетных денег была затемнена. Если кредит не имеет иного значения, как обязательство уплатить столько-то золота, то не остается места для концепции единицы измерения долгов, отличной от единицы измерения золота. До тех пор, пока долги действительно оплачиваются в золоте, пренебрежение этим различием безвредно. Но как только денежная система начинает приходить в расстройство и долги больше не оплачиваются в золоте, денежные теории, которые обычно могут быть представлены по пожеланию экономистов, получают практическую и политическую важность.

Во время дебатов в 1811 г. в Палате общин по докладу Комитета о слитках, сторонники Комитета жестоко осмеивали своих противников

за утверждение, что денежной единицей могло бы быть нечто иное, кроме золота или серебра. Кенниг в своей, быть может, наиболее блестящей речи за все время дебатов (8 мая 1811 г.) насмеялся над Кестлерихом, определявшим валюту как «значение ценности в отношении к товарам». Комитет о слитках был обвинен в выдвижении абстрактных теорий. «От кого исходит предостережение опасаться абстрактных теорий?»—спрашивал Кенниг,—от изобретателей и поборников «абстрактных денег», от тех, которые, после истощения всякой попытки найти материальный субститут для законного и старинного стандарта наших денег, лишили фунт стерлингов всяких материальных свойств и последовали за ним под наименованием «идеальной единицы» в страны небытия и бессмыслицы. Я утверждаю,—говорил он,—что некоторое определенное весовое количество золота или серебра, определенной пробы, является единственным определением фунта стерлингов, которое англичанин, желающий подчиняться законам своей страны, обязан принимать или подразумевать».

Ораторы другой стороны в действительности не имели вразумительных теорий для противопоставления этой. Они интересовались только объяснением факта, что золотой слиток стоил почти на 25% дороже чеканной цены. Поэтому борьба аргументов пошла, благодаря упущению, на пользу классической теории, и в 1819 г., когда страна оправилась от тягостных нужд военных финансов, плоды победы спокойно были собраны рыцарями Комитета о слитках. Инфляционизм получил последнее пристанище в эксцентричном радикализме Бирмингама, и только против незначительной оппозиции таких людей, как Мюнч и Эттвуд, возражал Пиль, когда при введении банковского закона 1844 г. он ставил вопрос: «Какова истинная природа и характер мерила ценности в этой стране?»

«Каково значение,—говорил он,—слова «фунт», с которым мы все хорошо знакомы? В чем заключается обязательство уплатить фунт? Пока мы не сговоримся в отношении ответа на эти вопросы, напрасно мы будем пытаться издать закон по этому предмету. Если фунт есть только химерическая абстракция, нечто не существующее ни в законе, ни на практике, в этом случае может быть принят один ряд мер, касающихся бумажных денег; но если слово «фунт», всеобщее наименование ценности, означает нечто большее, чем простая фикция, если «фунт» означает количество драгоценных металлов определенного веса и определенной пробы, если таково будет определение «фунта», то в этом случае требуется другой ряд мероприятий, относящихся к бумажным

¹ Это не является правильным без исключений в отношении памфлетов Томаса Смита, счетовод, который давал показания перет Кенниг в 1813 г. и написал два памфлета, в юбилейные оценки; юбилейные счетные деньги, хотя в других отношениях он участвовал в бессмыслице, которая характеризовала этот спор. Вмешательство с многими другими денежными спорами.

деньгам. В основе предложений, которые мне остается сделать, лежит предположение, что согласно практике, согласно закону, согласно старой монетной политике этой страны, то, что подразумевается под словом «фунт», есть некоторое определенное количество золота, со знаком на нем, определяющим его вес и пробу, и что обязательство уплатить «фунт» означает не что иное, как обещание уплатить держателю, когда он потребует этого, это определенное количество золота».

Всеобщее признание в Англии этой доктрины тогда и впоследствии содействовало в значительной мере освобождению Англии от денежных тягот и ее преимущественному международному кредитному положению. Но несомненно Пиль и сторонники классической теории упустили часть истины. Они упустили понятие счетных денег, как нечто отличное от законного платежного средства.

Чтобы прийти к этой концепции, необходимо понять, что непогашенный долг, следуемый к получению от состоятельного должника, с точки зрения кредитора является покупательной силой. Если будет спрос на покупательную силу как таковую, то покупательная сила получает ценность подобно всякому другому праву над богатством. Счетные деньги дают единицу, в которой законно выражаются долги (включая банковские кредиты), и та же самая единица, будучи приложена к выражению цен, дает общий знаменатель для измерения относительных ценностей покупательной силы, с одной стороны, и товаров и услуг, — с другой. До тех пор, пока количество покупательной силы (которое мы называли неистраченным запасом) не возрастает или не уменьшается ненадлежащим образом, цены не нарушаются, и ценность счетной денежной единицы остается постоянной. Но вследствие природной неустойчивости кредита на это нельзя рассчитывать. Поэтому был принят способ фиксации цены одного товара.* Золоту была придана его чеканная цена, и чтобы сделать эту цену реальностью, было декретировано, что от каждого дебитора может быть потребован, если его кредитор этого пожелает, платеж в золоте по этой цене. Результатом явилось то, что торговцы долгами должны были держать часть своих активов в золоте, чтобы быть в состоянии удовлетворить свои обязательства. Но этот план сделать долги оплачиваемыми в золоте является просто средством, чтобы держать колебания ценности денежной единицы умеренными.

Ценность одного товара, выраженная в другом, регулируется условиями предложения и спроса, и, поскольку эти условия не подвергаются значительным изменениям, один товар является таким же хорошим стандартом ценности, как и другой. На практике условия и предложения и спроса приспособляются к изменениям количества товаров, и драгоценные металлы, будучи менее подвержены широким и быстрым колебаниям, чем почти все другие товары, а также, будучи хорошо приспособлены для чеканки, были повсюду выбраны как базис денежной системы. Но только соображения удобства были основанием этого вы-

бора. Оказать, что денежная счетная единица не имеет иного значения, кроме точного веса золота или серебра, который она представляет по чеканной цене, является ужасной неправдой. Когда Кестлерих определял фунт стерлингов, как «значение ценности в отношении к товарам», он не мог иметь действительно ясного представления о природе счетных денег или об их отношении к кредиту. Но отвечать, как Кеннинг, что «некоторый определенный вес золота или серебра определенной пробы» является единственным определением, которое англичанин должен признать или подразумевать, есть полное искажение истинной теории предмета. В то время долги и цены действительно исчислялись в фунтах стерлингов, которые Кеннинг и его друзья ясно признавали обесцененным на 20%. Они могли утверждать совершенно справедливо, что 1 фунт стерлингов должен означать $113\frac{1}{2}$ гран чистого золота. Фактически он означал в золотом выражении приблизительно 91 гран. Это было возможно только потому, что закон, который определял фунт стерлингов в золотом или товарном выражении, оставался без применения. Фунт стерлингов оставался просто единицей для исчисления долгов. Его ценность, не связанная больше с каким-либо определенным товаром, устанавливалась путем чрезвычайно сложного процесса, анализированного в IV главе. Пиль тоже, когда он заявлял, что фунт означает некоторое определенное количество золота с отметкой на нем, удостоверяющей его вес и пробу, ссылаясь на то, что это было «согласно практике, согласно закону, согласно старой денежной политике этой страны». Аргументом было не то, что другая денежная система не была возможна, но что, поскольку эта денежная система действительно существовала, обязательство уплатить фунт должно быть интерпретируемо в свете этой системы, и погашение этого обязательства иначе, как уплатой условленного количества золота, было бы нарушением доверия. Это есть действительное основание классической теории. Чтобы защитить здоровые деньги против всяких атак, недостаточно просто доказать, что это есть неизменное средство поддержания металлической валюты; должно быть показано, что отклонение от этой валюты является действительно бесчестным: система должна быть надежно обоснована на категорическом императиве.

Но этот категорический императив отнюдь не препятствует всякому изменению какой бы то ни было валюты. Точно так же, как верность фактическому монарху, хотя бы даже узурпатору, не признается преступлением по закону об измене, так при временном крушении монетного стандарта, подделке может быть дано право на признание. Королева Елизавета, чью похвальбу «*moneta in iustum valorem redacta*» Пиль выносил на одобрение во время дебатов в 1819 г., не возвратилась к валюте, которая существовала в 1548 г., но чеканила из тройского фунта 60 шиллингов вместо 45. И чеканная цена серебра в 62 шиллинга за фунт, которая дожила до 1816 г., явилась результатом дальнейшего снижения веса серебряных монет самой Елизаветой, кото-

рое, хотя и являлось незначительным, но не отличалось в принципе от средневековых примеров такого снижения веса. Классическая теория денег не могла не осудить всякую подделку, но замена серебряной валюты золотой и *vice versa* могла быть совершенно законной. Не было ничего противоречащего категорическому императиву в замене серебряной валюты золотой в Германии в 1873 г. Обещание уплатить 930 талеров означало до замены обещание уплаты $15\frac{1}{2}$ килограммов серебра, а после замены—один килограмм золота. Но в этом не было никакого нарушения доверия, ибо килограмм золота был равен по ценности $15\frac{1}{2}$ килограммам серебра. Если бы Брайан и серебряная партия победили на президентских выборах в Соединенных штатах в 1896 г., долг в сто долларов стал бы уплачиваться 41 250 гранами серебра (девяностой пробы) вместо 2 580 гран золота. Это было бы возвращением к прежней валюте страны, но это было бы несколько не менее несправедливым по отношению к кредиторам, так как в это время серебро стоило не более, чем половину того, что стоило золото.

Но принять ценность в качестве критерия—значит в действительности отказаться от категорического императива. Если торговцы слитками обязуется доставить 10 тыс. унций золота, то доставка точно эквивалентной ценности серебра не будет выполнением контракта. Если покупатель обязуется уплатить деньги, то ни одна сторона не будет обсуждать условия, в каком именно орудии платежа долг должен быть уплачен. Орудие платежа и, следовательно, ценность долга будут установлены законом страны. Орудие платежа в действительности не является частью содержания договора. И это справедливо в равной мере как в отношении обещания платежа, так и в отношении обязательства платежа. Если платеж желательно получить в каком-нибудь особом орудии платежа, это должно быть ясно обусловлено (как это часто бывает в странах, где денежная система не внушает доверия).

Вместе с категорическим императивом отпадают моральные возражения классической школы против неразменных бумажных денег. Остаются возражения, основанные на соображениях целесообразности. Они возникают главным образом вследствие риска злоупотреблений. Если бумажноденежная эмиссия так регулируется, что вексельные курсы держатся близко к паритету и покупательная сила денежной единицы в товарном выражении не подвергается ненадлежащим изменениям, тогда преимущества здоровой денежной системы достигнуты. Но если при этом не будет некоторого общепризнанного международного стандарда ценности, то эти условия могут оказаться недостижимыми и не могут даже быть связаны друг с другом. До 1873 г. международным стандартом были золото и серебро, связанные друг с другом системой биметаллизма. После крушения биметаллизма стандартом является золото. Критерием устойчивости каждой бумажноденежной системы является, следовательно, ее паритет с драгоценными металлами. Если металлическая валюта поддерживается или металлическим обращением, или

значительным металлическим запасом, то первым сигналом инфляции является спрос на золото для экспорта. Действительное обесценение денежной единицы не начнется до тех пор, пока металлические деньги и резервы не будут исчерпаны. Но чтобы достичь полной выгоды от этой отсрочки, должно иметь место действительное нежелание отклоняться от металлической валюты. Простодушный человек цепляется за свои религиозные обряды из боязни, как бы не упустить движения сезонов и годового круга сельскохозяйственных операций. Эксперты по вопросам денежного обращения девятнадцатого столетия с подобной же осторожностью осылали металлические деньги почти религиозным табу.

Но едва ли в настоящий период необходимо настаивать, что металлические деньги ни в коем случае не являются полным решением проблемы. Защитники классической доктрины никогда не закрывали глаз на это. Они всегда признавали, что цены росли при открытии новых золотых и серебряных рудников и падали при ослаблении существующих источников снабжения. Но должно быть признано одной из крупнейших заслуг драгоценных металлов, как мерила ценности, что благодаря их нетленности годовое предложение всегда оставалось небольшим, сравнительно с накопленным мировым запасом.

Правда, колебания спроси были более сильны, чем колебания предложения. Если запас золота велик сравнительно с годовой добычей рудников, то он еще больше сравнительно с годовым поглощением золота в промышленности. Этот крупный запас и часть годового предложения кземлются из промышленного спроса только потому, что они требуются для целей денежного обращения. Отсюда следует, что опрос на золото, а следовательно и ценность золота, в значительной мере проистекают от его использования в качестве денег иля, другими словами, от его взаимозаменяемости с кредитом. Кредит обладает ценностью и сказать, что ценность золота проистекает от его заменимости кредитом, будет более правильным, чем утверждать, что ценность кредита проистекает от его заменимости золотом. Заменимость золотом определенно поддерживает ценность кредита, ибо она облегчает регулирование кредита. Но когда эта связь между обоими порвана, кредит может все же быть справедливо регулируем в отношении, например, серебра или индекса цен или, как во время банковской рестрикции в Англии, ни к чему в частности; золотой рынок, напротив, будет наводнен возвращением запасов, значительно превышающих сумму, которую он мог бы поглотить, и ожиданием годового предложения, значительно большего, чем прежние требования на нужды промышленности.

Мы уже имели некоторый опыт влияния вытеснения запасов драгоценных металлов из их использования в качестве денег. 'Когда биметаллизм был оставлен, серебро потеряло 'привилегию, которую оно разделяло с золотом, служить повсюду орудием покупки кредита по фиксированной или почти фиксированной цене. Золотая цена серебра упала,

как только произошла перемена, с 60 до 22 пенсов. Это падение несомненно было обязано отчасти, но только отчасти, росту ценности золота и увеличению годового предложения серебра, и оно продолжалось свыше тридцати лет. Но вытеснение золота бумажными деньгами в течение войны было более быстрым и более ощутимым. В мае 1920 г. товарная ценность золота составляла только около двух пятых его ценности в 1913 году.

Поскольку золото остается мерилom ценности, всякая перемена, которая значительно уменьшила бы количество его, употребляемое в качестве денег и денежных резервов, должна быть принята только с большой осторожностью. Большое распространение системы «gold exchange standard» иногда рекомендовалось с открытым признанием цели экономии или полного элиминирования использования золота. Внутреннее обращение может быть в равной мере заполнено бумажными деньгами, которые могли бы поддерживаться тогда на паритете с иностранными валютами путем разменности на иностранные кредиты. Вместо золотых резервов каждый центральный эмиссионный банк должен был бы держать остатки кредитов в заграничных центрах. При всех этих схемах весьма существенно рассмотреть влияние на мировой стандарт ценности, и рекомендации Генуэзской конференции в пользу общего принятия системы «gold exchange standard» были неразрывно связаны с предложениями стабилизации действительной ценности золота.

Эти крупные изменения в мировой ценности драгоценных металлов являются ненормальными. И хотя они иногда неизбежны, но они стремятся до некоторой степени выправиться сами собой. Страна с крупными золотыми или серебряными резервами удерживается от продажи их на очень неблагоприятном рынке. Серебряные резервы, которые существовали в 1873 г., держались по большей части до тех пор, пока они не были постепенно использованы для чеканки субсидиарных монет, а Соединенные штаты, под давлением серебряных интересов, действительно продолжали накапливать возрастающие серебряные резервы до 1893 года.

Периодические или циклические расширения и сокращения кредита и сопутствующие им изменения в ценности золота, напротив, должны рассматриваться как нормальные. Они происходят вследствие недействительности металлической валюты как автоматического регулятора денежной единицы. Изменение количества денег в обращении есть результат, а не причина изменения количества предоставляемого кредита.

Увеличение или уменьшение кассовых резервов дает банкам сигнал к ускорению или замедлению создания кредита, но само по себе является только симптомом. Действительные изменения ценности денежной единицы являются результатом регулирования кредита, которое остается во власти банкиров. Употребление золота как международных денег стремится предупредить кредитную конъюнктуру в какой-либо одной

стране от отклонений от кредитной конъюнктуры в других странах больше, чем в некоторой ограниченной степени, и хотя это отчасти соединяет денежные системы мира, но не предохраняет от единообразного повышения или понижения их ценности. Мировая ценность золота связана с денежными единицами мира. Когда они повышаются, повышается мировая ценность золота, когда они падают, падает и мировая ценность золота. Поэтому употребление золота как денег, в виде ли монеты или в виде банковых резервов, делает его менее удовлетворительным в качестве мерила ценности. Когда начинается расширение кредита, то другие товары отвечают на это ростом цены. Но золото не может реагировать таким образом. За исключением почти ничтожного влияния торгового оживления на увеличение использования золота в промышленности, золотой рынок не отвечает на влияния, которые повысили цены других товаров, за исключением поглощения золота на нужды денежного обращения. Но это поглощение оказывает свое действие только постепенно и дает очень позднее предупреждение о необходимости сокращения кредита. Если бы золото не употреблялось как деньги, ни даже как способ сведения международных балансов, то всякое расширение кредита быстро повысило бы его рыночную цену, и если бы регулирование кредита всегда так направлялось, чтобы держать цену золота насколько возможно постоянной, то действия в направлении сокращения кредита были бы предприняты на более ранней стадии. И с тех пор, как серебро перестало быть стандартными деньгами любой из стран с развитым кредитом, оно регулярно повышалось и падало в цене, подобно другим товарам, в соответствии с расширениями и сокращениями кредита, хотя в этих периодических колебаниях за многие годы проявляется общая тенденция к обесценению.

Критика всякой теории денег приводит в вопрос, какова реальная цель денежной системы? Каких качеств должны ожидать мы от нашего мерила ценности? В некотором смысле ответом должно быть то, что мы ожидаем постоянства ценности. Но постоянство ценности есть понятие, которое само требует объяснения. Ценность не есть качество, но отношение, и постоянство ценности должно быть постоянством ценности, выраженной в некоторой 'Другой вещи или вещах.. Ни один товар не может дать удовлетворительного мерила, и экономисты обращаются к индексу как к критерию. Индекс должен базироваться на в с е х товарах, взвешенных пропорционально их потреблению, и он должен обнимать даже услуги, но только п о т р е б л я е м ы е товары и услуги, ибо иначе сырые материалы и промежуточные услуги были бы подсчитаны дважды. Так составленный индекс является просто образцом, взятым из потребительского расхода. И цены, измеренные таким образом, будут иметь тенденцию расти или падать вместе с потребительским расходом. Но не в точной пропорции, ибо, когда кредит расширяется и потребительские расходы «разбухают ч, то потребление частью идет за счет запасов.

Но тогда каким образом должны быть приняты во внимание общий

недостаток или общее изобилие товаров? Если потребительский расход будет постоянным, то недостаток товаров будет повышать индекс, а изобилие товаров понижать его. Если индекс будет постоянным, то потребительский расход должен повышаться при изобилии и понижаться при недостатке товаров.

Наилучшей альтернативой кажется та, которая имеет в виду создание постоянного потребительского расхода. Но несомненно, он не должен быть абсолютно постоянным; он должен изменяться с изменением количества населения и должен также изменяться некоторым образом с изменением качества работы, производимой населением. Если бы этот идеал мог быть достигнут, то ценность денежной единицы, выраженная в человеческом усилии, оставалась бы постоянной.

Но это не есть единственное возможное решение. Денежная единица употребляется для измерения долгов. Целью фиксирования ее ценности является сохранение справедливости в отношении между должником и кредитором. Мы здесь не занимаемся основным экономическим понятием справедливости, справедливости в распределении богатства, но имеем в виду точно ограниченное понятие обеспечения выполнения законных ожиданий. Поскольку мы основываем экономический строй общества на договорах, которые относятся к будущему, постоянство единицы, в которой эти договора исчислены, должно иметь главенствующее значение. То, что лицо, ссужающее деньги, соглашается отсрочить, это есть его потребление товаров, и казалось бы логичным, что то, что это лицо получит обратно, должно быть тем же самым правом распоряжения потребительскими товарами, которое оно ранее уступило. Если то же самое количество товаров представляет либо большую, либо меньшую сумму человеческих усилий, это имеет значение для должника.

Каждое мнение кажется вполне обоснованным, и ни одно из них не является непременно последним словом справедливости. Справедливость в этом смысле означает не больше, чем свод правил, диктуемых целесообразностью, и конкурирующие решения должны проверяться единственно по их практическим последствиям.

Когда подходят к практическим последствиям, то все, что должники и кредиторы требуют, это возможность знать, в каком положении они находятся, как они могут быть защищены проняв произвольных и неисчислимых колебаний ценности денежной единицы. Если это приближается к фиксированной сумме человеческих усилий, или к фиксированной сумме богатства или к чему-нибудь промежуточному между двумя этими критериями,—это будет по всей вероятности достаточно совершенно!

Опасность в том, что денежная единица может уйти далеко за эти пределы. Смущаемая стремлением кредита к инфляции, она всегда подвержена отклонению от всякого принятого стандарда. Если возврат к этому стандарту не рассматривается как непереносимое обязательство, то не существует пределов возможного обесценения. Денежная единица

может пойти по торной дорожке ассигнатов, континентальных денежных знаков и всех их последователей в последние дни. Возврат к однажды потерянному стандарту является трудным и мучительным переходом. И если постоянный стандарт должен быть сохранен, то этот мучительный и трудный переход должен быть совершен после каждого проявления инфляции. Как Кобден однажды сказал о «гринбеках».—после дебоша приходит головная боль.

Это и есть свойственная кредиту неустойчивость, которая постоянно вовлекает мир в кредитную экспансию, каждый приступ которой создавал бы угрозу крушению золотой валюты, если бы за ним не следовало совращение кредита. Смена расширений и сокращений была бы сравнительно безвредна, если бы не сдвиги и разорения, которые сопутствуют сокращению кредита. Процветание, которым отмечается расширение кредита, не является достаточной компенсацией за это. Это процветание является в значительной мере источником высоких прибылей. Зарботки хороши, и отпуск товаров соответственно велик, следовательно, обращается несомненно больше богатства. Но общеизвестно, что заработная плата не растет так же быстро, как цены, и в результате крупная масса населения, если и может извлечь отсюда выгоду, то очень малую. Рабочий класс больше всего заинтересован в устойчивых денежных знаках, и пока денежная единица не оторвется от всех грапп подобно ассигнатам, вопрос справедливости между должником и кредитором менее важен, чем влияние движений в сфере денежного обращения на заработки и реальную заработную плату.

Мы исследовали источники неустойчивости кредита в прежних главах нашей книги. Мы нашли, что инициатива производства прина (- лежит купцам и предпринимателям, торговцам товарами и торговцам капитальными эмиссиями. Это они дают заказы на производство. Следующий за заказом процесс производства дает начало цепи долгов. Фабрикант или подрядчик должен день за днем своим рабочим. Купец должен фабриканту. Но в то время как задолженность купца относится к будущему сроку, когда товары будут доставлены, обязательства, фабриканта являющиеся немедленными; его рабочие нуждаются в использовании его обязательств в качестве покупательной силы. Здесь вмешивается банкир, который принимает немедленные обязательства на свои плечи в обмен на будущее обязательство, которое фабрикант, как кредитор купца, в состоянии дать ему. Долги банкира, в противоположность долгам фабриканта, могут быть удобно использованы в качестве орудий платежа, или, где для этой цели необходимы законные платежные средства. банкир делает своей обязанностью доставить деньги по требованию.

Таким образом, давая заказ на производство, купец косвенно создает в этом новом приращении покупательной силы эффективный спрос на вещи, равный по ценности произведенным вещам. Производство питает спрос, а спрос стимулирует производство. Единственное ограничение этому процессу ставится медленностью поглощения законных пла-

тежных средств обращением. Когда предложение законных платежных средств становится недостаточным, нажим усиливается толчками. Банкиры пытаются остановить займы купцов. Купцы сокращают свои заказы. Производство затихает и задерживает спрос; спрос ослабевает и термозит производство. Воцаряется депрессия, пока наконец достаточный запас законных платежных средств не будет изъят из обращения, чтобы предоставить возможность банкам опять дать старт кредитной экспансии.

Одним из преимуществ принятой нами отправной точки, рассматривающей кредит как основное орудие платежа, а деньги как субсидиарное, является то, что это позволяет обнаружить причины и природу этих циклических колебаний с особой ясностью. И я думаю, что это дает нам возможность приписать неустойчивость кредита не столько банкиру, сколько купцу и предпринимателю. Купцу легко дать щедрый заказ, когда спрос кажется сильным, или дать истощаться своим запасам, когда рыночная конъюнктура является неблагоприятной. Но когда он и легион его коллег все дают одно и то же толкование рынку, то одно решение может на годы занять производительные силы населения, а другое решение может повергнуть их в бездну праздности.

Купец имеет законную и очень важную и ответственную функцию*; он должен предвидеть, как должен быть покрыт будущий спрос, и направлять соответственно производительные ресурсы человечества. Организатор промышленных предприятий, будет ли он сам фабрикантом или просто посредником, выполняет те же функции на (более продолжительный период. Они не только должны предусматривать колебания спроса на существующие виды товаров, но они должны предвосхищать спрос на новые продукты и должны предвидеть, чего захочет потребитель задолго до того, как потребитель сам решит этот вопрос. Составляя эти предсказания, они измеряют спрос предложением денег. Все то, что влияет на потребительский расход в целом, влияет на денежный спрос на все товары. Pro tanto это расстраивает расчеты торговцев. Каждый торговец заинтересован в своем собственном товаре и учится читать показатели рынка. Это должно быть уже достаточно трудно, если даже потребительский расход остается постоянным и изменяется только относительный спрос на товары. Колебания самих потребительских расходов привносят дальнейшее и наиболее обманчивое усложнение. От людей практики едва ли можно ожидать проникновения в высоко техническую теорию, объясняющую основы этих колебаний. Они должны подходить к ним, как к эмпирической проблеме. И очень многие никогда в действительности совершенно не оценивают их. В результате получается, что торговля товарами и капитальными эмиссиями является много более сложным делом, чем это должно было бы быть при наших условиях.

Можно было бы подумать, что деятельность купцов была бы безвредной, если бы не роковые облегчения, которые купец получает

от банкира. Возможность позаймствования есть тот фактор, который позволяет купцу увеличивать свои запасы как ему угодно, а власть банкира ограничивать кредит является фактором, вынуждающим купца снижать свои запасы вопреки благоприятному состоянию рынка. Это вопрос, который мы могли бы решить, только нарисовав себе общество без банков. Банковое дело, как мы видели в главе XIII, заключает в себе две различных функции — предоставление временных ссуд и снабжение кредитом, передаваемым как орудие платежа. Объединение этих двух функций — вопрос удобства, а не необходимости. Если бы они были разделены, предложение покупательной силы утратило бы свою эластичность. Но это совершенно не означало бы, что потребительский расход стал бы менее эластичным. Даже если бы запас покупательной силы был абсолютно фиксирован, торговцы всегда старались бы сберегать остатки или путем позаймствований или путем выдачи ссуд. Если бы они занимали или сужали несколько свободнее, то потребительский доход возрастал бы и потребительская доля неистраченного запаса росла бы за счет торговой доли. Отсутствие банков с их властью создания покупательной силы сделало бы только неизбежное сокращение кредитных операций более жестоким. При этой системе медленный переход денег в обращение, в период торгового оживления, и медленный возврат их, в период торговой реакции, был бы причиной той же самой периодичности, которая существует при банковской системе.

Следовательно, кредитный цикл не может быть приписан соединенному влиянию создания покупательной силы и краткосрочного кредитования. Он не может быть также приписан самому существованию краткосрочных кредитов. Предположим, что не существует краткосрочного кредита, так что торговцы не могут сберегать остатки этим путем. Если рыночные условия будут благоприятны, они будут снижать свои бездеятельные остатки, покупая товары. Заказы производителям вследствие этого возрастали бы, производство стимулировалось и потребительский доход расширялся бы. Спустя некоторое время потребительская доля неистраченного запаса захватила бы, как и в предыдущей гипотезе, торговую долю, торговцы оказались бы не в состоянии давать заказы, производство опять сократилось бы и, таким образом, установился бы цикл.

Далеко не являясь причиной циклических колебаний, банковская система уменьшает их силу и облегчает контроль над ними. Хотя кредитные институты не являются причиной этого феномена, однако, где эти институты существуют, циклические колебания осуществляются через них. И только путем разумного регулирования кредита можно надеяться найти средство против этих колебаний.

Эти кредитные движения определяют скорость обращения денег и кредита. Нет нужды долго останавливаться на бессодержательности всякой теории денег, которая принимает «быстроту обращения» или «потребности торговли» как нечто данное, нечто определяемое север-

шенно независимо от самой денежной системы. Понятием «потребности торговли» в отношении к покупательной силе мы обозначаем просто действительную ценность неистраченного запаса. Наш анализ в предшествующих главах показал, как определяется неистраченный запас. Первые приверженцы количественной теории находили необходимым квалифицировать эту теорию в том смысле, что изменение в количестве денег не должно вызывать неизбежно-точно пропорционального изменения цен, если за этот период потребности торговли изменились. Более точно можно было бы представить, что если быстрота обращения возросла, то меньший запас денег должен поддерживать уровень цен *vice versa*. В действительности, возросшая скорость есть просто один из симптомов кредитной экспансии, а пониженная скорость.—один из симптомов сокращения кредита.

Мы трактовали деньги как нечто субсидиарное в отношении кредита. В высокоразвитых системах депозитных банков, подобных системам Англия или Соединенных штатов, защита этого положения очевидна. Покупательная сила создается и погашается в форме кредита. Даже при металлической валюте новое золото из рудников сперва продается банку в обмен на кредит; оно чеканится и выходит в обращение только тогда, когда клиенты банка требуют этого.

В последние годы повсюду имело место развитие в направлении преобладания кредита. Но даже там, где это получило очень малое или совершенно не получило развития, в наши дни имеет место альтернативное употребление банкнот центральных эмиссионных банков, при чем эти банкноты, хотя и могут быть законным платежным средством, являются тем не менее обязательствами банка. Как мы видели в главе III, демаркационная линия между кредитом и деньгами, хотя достаточно ясная в принципе, становится неясной при наличии банкнот, обладающих законной платежной силой. Хотя банкноты, обладающие законной платежной -силой, являются сами по себе больше настоящими деньгами, чем кредитом, они появляются на балансе эмиссионного банка на ряду с депозитами и получают бытие в результате того же самого процесса. Заемщику предоставлено право выбора получить занятую сумму либо банкнотами либо кредитом, и если преобладает обычай выбирать банкноты, то это создает лишь небольшое различие -в принципах контроля. Контроль денежного обращения в наши дни опирается на то соединение создания покупательной силы с краткосрочным кредитованием, которое образует основу современного банковского дела.
