„Проблемы мирового хозяйства“
Серия под редакцией проф. **С. А. Фалькнера**

Библиотека МФЭИ
14669
4230/7
РФ
332
К 33

ДЖ. М. КЕЙНС

ТРАКТАТ О ДЕНЕЖНОЙ РЕФОРМЕ

Перевод с английского
А. С. КАМЕНЕЦКОГО

ПРОВЕРКА
19 7 г. № 11
Уменьшение ограничение
РЕДКИЙ ФОНД
МАРКС



Изд-во „ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ЖИЗНЬ“
МОСКВА—1925

Отпечатано в 5-й типолитографии „Мосполиграф“, Мыльников п., 14, в количестве 4.000 экз.
Главлит № 29869 Москва.

п1701-3

Финансовый [illegible]ситет
при Правит[illegible]
Российской Федерации
БИБЛИОТЕКА

Предисловие к книге Джона Мэйнарда Кейнса.

Литература о денежном обращении, как известно, необычайно обширна. Уже в 90-х годах Карл Менгер насчитал 6.000 книг и отдельных изданий по вопросам денежного обращения, не считая по крайней мере в три раза большего количества статей в журналах и сборниках всякого рода, докладов и проч. За время мировой войны и после нее эта цифра вероятно почти удвоилась. При этом нельзя сказать, чтобы эта обширность литературы приводила к докучливым повторениям одних и тех же концепций и положений. Наоборот, можно утверждать, что число различных построений здесь более велико, чем в какой бы то ни было другой отрасли, экономического знания. Причину этого нужно искать не столько в сложности самой проблемы и в большом числе элементов, из которых она состоит, сколько во множестве сочетаний, которые возможны при последовательном решении всех отдельных вопросов, образующих в своей совокупности теорию денег.

Но, с другой стороны, все развитие учения о денежном обращении на протяжении ряда столетий показывает нам необычайную устойчивость исходных постановок вопроса и постоянную повторяемость основных подходов к разрешению проблемы, благодаря чему и самые решения ее традиционно укладываются в построения нескольких враждующих школ. Тем самым и круг вопросов, подлежащих исследованию, остается замкнутым на протяжении столетий.

Даже самые крупные события в истории денежного обращения, как, например, эмиссионная система французской революции, не отразились на основном ядре теории денежного обращения сколько-нибудь заметными нововведениями и оставались всегда для экономистов чужеродными телами, не подлежащими включению в общую систему знания. Они не обогащали собою запасов обобщенного знания и не подлежали использованию в анализе смежных с ними явлений.

Точно также и обширная литература о деньгах, возникшая за последнее десятилетие, в подавляющем большинстве случаев жила старыми постановками вопроса и традиционными контроверзами в их решении. Старые формулы механически применялись к новым явлениям, а новизна этих последних ускальзывала от внимания исследователей.

Книга Джона Мэйнарда Кейнса, в противоположность подавляющему большинству работ последнего времени, имеет задачей усвоить опыт денежного обращения мировой войны и послевоенного времени. Она берет его в его новизне и своеобразии и пытается найти для него новые, адэкватные им понятия, хотя и пользуется, нередко, старыми терминами. Уже этим одним, независимо от ряда других сопутствующих моментов, она приобретает большой интерес и значение.

Но интерес представляет собою и ее автор, являющийся одним из популярнейших экономистов нашего времени. Не нужно думать, что Кейнс

является новичком в вопросах денежного обращения; наоборот, его научная деятельность началась именно в этой сфере. Уже в первой своей книге, вышедшей задолго до войны, «Indian Currency and Finance», он проявил себя тонким аналитиком сложных вопросов индийского денежного обращения. В то же время он состоял одним из влиятельнейших членов комитета по вопросам об индийской валюте. В последние годы перед войной он становится секретарем английского «Экономического Общества» и редактором руководящего английского экономического журнала «Economic Journal» (с 1912 г.). Но его широкая популярность принадлежит целиком послевоенному времени. Приглашенный Ллойд-Джорджем участвовать в качестве одного из советников и экспертов в разработке Версальского мирного договора, он непрестанно давил на последнего с целью смягчения условий мира, который в противном случае должен был повергнуть Европу в состояние хаоса. Увидя однако, что его попытки не приводят ни к каким результатам, он вышел из состава участников мирной конференции и выступил с публичной критикой Версальского мира. Уже первая его книга «Экономические последствия мирного договора» (1920 г.), переведенная на все языки, приобрела ему мировую известность. Последовавшая через полтора года после этого вторая книга «Пересмотр мирного договора» (1922 г.) явилась продолжением первой и содержала конкретные предложения для того, чтобы сделать его выполнимым и совместимым со всей системой экономических отношений Европы. Наконец, может быть еще большую известность доставила ему организованная и руководимая им серия приложений к «Manchester Guardian Commercial» (в 1922 г.) под общим названием «Восстановление в Европе»—«Reconstruction in Europe», которая печаталась одновременно на 5-ти языках и дала единственную в своем роде картину состояния послевоенного мира.

Но уже с середины 1922 года Кейнс возвращается к вопросам денежного обращения. С большой долей вероятия можно утверждать, что одним из поводов для этого были его беседы с советскими финансистами на Генуэзской конференции весной того же года, о которых он сам рассказывает в настоящей работе и которые впервые уяснили ему основы русской эмиссионной системы. Непосредственно вслед за этим появляются его статьи о денежном обращении в №№ «Reconstruction», где он, вероятно, впервые на Западе правильно усваивает своеобразие эмиссионной системы, как формы обложения. Точно также и в ряде других мест мы находим у него положения и мысли, несомненно занесенные из России. Это делает книгу Кейнса тем более интересной для русского читателя.

Сила Кейнса однако не столько в выдвигании каких-либо новых теоретических идей и положений, сколько в умении тонко разбираться в самых запутанных комплексах конкретных явлений нашего времени. В чисто теоретических конструкциях он часто не доходит до конечных проблем и начинает рассмотрение лишь с последующих более простых стадий их развития. Но и здесь сжатость и ясность мышления, свойственная вообще английской экономике, не мало помогают читателю. Большую силу его, в противоположность весьма значительному числу современных экономистов Запада, составляет умение мыслить социальными массами. Он остро видит все социальные противоречия различных групп и часто выдвигает на первый план те размежевания, которые раньше считались второстепенными. Пользуясь своим острым чутьем и образностью языка, он дает превосходные, надолго запоминающиеся социальные и экономические характеристики современных процессов.

Но чисто социальные воззрения Кейнса, будучи сплошь и рядом весьма радикальными для традиционных воззрений капитализма, не выходят за пределы его. Его можно охарактеризовать, как экономиста высшей фазы капиталистического развития, который живет и мыслит в ее пределах. Он ценит капитализм, несмотря на все его противоречия, ибо считает его экономически наиболее эффективной системой. Он прямо выражает это в ряде положений и начинает с этого свое предисловие, давая тут же весьма выразительную характеристику экономического существа капитализма. «Мы доверяем дело сбережения частным лицам... мы возлагаем ответственность за производство на предпринимателя, побуждаемого преимущественно стремлением к получению прибыли... Те, кто не являются приверженцами коренных преобразований современного социального уклада, полагают, что указанные начала, как отвечающие человеческой природе, имеют большие преимущества...»

Но он ясно видит также и экономическое своеобразие высших стадий капиталистического развития, требующее новых организационных форм и регулирующих мероприятий. Он хорошо знает всю кардинальную важность денежной системы, как основного регулятора менового хозяйства, для капитализма, поэтому он прямо заявляет, что крайняя неустойчивость современных мировых валют может явиться «смертельной болезнью капиталистического строя». И его практические устремления направлены именно к созданию устойчивой денежной системы, которая способна противостоять ударам извне и удерживать в равновесии процесс экономического развития.

Борясь за идею регулирования денежного обращения, он близко подходит к идеям Ирвинга Фишера, хотя и не принимает их. И в общеисторическом аспекте распространение регулирования и на сферу денежного обращения является для него лишь естественным выводом из ряда предшествующих мероприятий. «Почему, если нам удалось регулировать хозяйственную жизнь в ряде других областей, — спрашивает он у своих противников —это может не удасться нам в сфере денежного обращения?» Но с другой стороны, это регулирование, по его мнению, должно удасться, ибо без устойчивой денежной единицы нет и не может быть нормального капиталистического развития. В этом конечный вывод и призыв его работы.

Но и в условиях планового хозяйства книга Кейнса представляет собою не только теоретический интерес и дает не только анализ положения на Западе.

Поскольку плановое хозяйство включает в себя систему рынка и товарообмена, делающего необходимым и устойчивое денежное обращение, постольку даваемый Кейнсом разбор условий и методов регулирования последнего, в целях достижения максимальной устойчивости, имеет и для нас существенное практическое значение.

С. А. Фалькнер.

Москва, 9 октября 1924 г.

ПРЕДИСЛОВИЕ АВТОРА.

Мы доверяем дело сбережения частным лицам и побуждаем сберегающих помещать свои средства, главным образом, в денежные документы. Мы возлагаем ответственность за производство на предпринимателя, побуждаемого преимущественно стремлением к получению прибыли, которую он пожинает в форме денег. Те, кто не являются приверженцами коренных преобразований современного социального уклада, полагают, что указанные начала, как отвечающие человеческой природе, имеют большие преимущества. Но они не могут правильно функционировать, если то мерило, которое они предполагают устойчивым—деньги, является неустойчивым. Безработица, непрочное положение производителя, обманутые ожидания, внезапная потеря сбережений, непомерные кон'юнктурные прибыли спекулянтов и барышников—все это в значительной степени вызывается неустойчивостью денежной единицы.

Часто полагают, что издержки производства сводятся к трем элементам: вознаграждению рабочей силы, предпринимателя и прибыли на капитал. Но существует еще и четвертый элемент, а именно риск; и вознаграждение за риск является самым тяжелым, но вместе с тем наиболее легко устранимым бременем для производства. Момент риска сказывается наиболее сильно при неустойчивости денежной единицы. Денежные реформы, которые привели бы к здоровым принципам денежного обращения в Англии и во всем мире, уменьшили бы элемент риска, от которого в настоящее время мы терпим непомерный ущерб.

Нигде консервативные воззрения так сильно не укоренились, как в области денежных проблем, и вместе с тем, нигде так не сказывается необходимость новой ориентировки. Часто утверждают, что научное изучение вопросов денежного обращения невозможно, ибо банковский мир интеллектуально не в состоянии осознать касающихся его проблем. Если это так, то защищаемый им социальный порядок должен потерпеть крушение. Но я этого не думаю. Чего нам не хватает, так это скорее ясного анализа реальных фактов, чем способности понять уже произведенный анализ. Если новые идеи, всплывающие в разных местах, здоровы и верны, то, я не сомневаюсь, они рано или поздно пробьют себе дорогу. Я посвящаю эту книгу, скромно и без разрешения, руководителям и Совету Английского Банка, на которых ныне и впредь возлагаются значительно более трудные и критические задания, чем в прежнее время.

Дж. М. Кейнс.

Октябрь 1923 г.

ГЛАВА ПЕРВАЯ.

Социальные влияния изменений ценности денег.

Значение денег заключается только в их покупательной способности. Изменение ценности денежной единицы, влияющее единообразно и равномерно на все хозяйственные явления, не влечет за собой никаких последствий. Если, в силу изменения существующей ценности денег, каждый получает по всем своим притязаниям и за свои услуги двойную сумму денег и двойной же суммой покрывает все свои расходы и потребности, то это изменение его совершенно не затрагивает.

Отсюда следует, что изменение ценности денег или, что то же самое, изменение уровня цен приобретает социальное значение лишь постольку, поскольку его влияние неодинаково. Изменения эти, как в прошлом, так и в настоящем, только потому оказывают такое сильное социальное влияние, что, как мы знаем, изменение ценности денег никоим образом не является единообразным для всех лиц и назначений. Доходы и расходы каждого изменяются не все в одном и том же единообразном соотношении. Отсюда вытекает неравномерное для разных классов населения изменение цен и заработной платы в их денежном выражении, имущество переходит от одних лиц к другим, в одном месте создается избыток, в другом недостаток, происходит перераспределение даров судьбы, так что все планы рушатся и все ожидания оказываются обманчивыми.

Изменение ценности денег, наблюдаемое с 1914 года, приняло такие размеры, что оно, вместе со всеми своими последствиями, является одним из самых примечательных феноменов хозяйственной истории современного мира. Колебания мерила ценности, все равно было ли это золото, серебро или бумажные деньги, не только достигли небывалых размеров, но и обрушились на самый социальный порядок, хозяйственный уклад которого, более, чем в какую бы то ни было прежнюю эпоху, исходил из предпосылки в известной мере устойчивого базиса измерения ценности.

Во время наполеоновских войн и в непосредственно следовавший за ними период наибольшее колебание цен в Англии в течение одного года равнялось 22%; а наиболее высокий уровень цен в первой четверти XIX века, которую мы привыкли считать самым диким периодом в истории английского денежного обращения, был едва лишь вдвое выше прежнего уровня цен; и этот под'ем длился целых 13 лет. Сравним с этим невероятные колебания последних 9 лет. Чтобы дать читателю более точные данные, приведем следующую таблицу (см. стр. 8).

Мы видим, что даже независимо от стран, потрясенных революцией или поражением, нет частицы света, которая не была бы предохранена от сильных сдвигов. В Соединенных Штатах, где золотой стандарт остался в прежней силе, в Японии, которой война принесла больше выгод, чем затрат, в нейтральной Швеции—в этих странах изменения ценности денег оказались вполне сравнимыми с таковыми же в Англии.

С 1914 по 1920 год во всех этих странах предложение денег для траты в сравнении с предложением товаров для покупки увеличилось, т.-е. имела место инфляция. С 1920 года страны, сумевшие стать хозяевами своего финансового положения, не довольствуясь устранением инфляции, сжали предложение денег и испытали все последствия дефляции. Другие же страны безудержнее, чем прежде, продолжали итти по пути инфляции. Только в немногих странах, одной из которых является Италия, ошибочное стремление к дефляции в сочетании с существующим финансовым положением счастливо привело к сравнительно устойчивым ценам.

Индексы оптовых цен в %% к 1913 г.[1]).

Месячная средняя.	Англия.[2])	Франция.	Италия.	Германия.	Соед.Шт.[3])	Канада.	Япония.	Швеция.	Индия.
1913	100	100	100	100	100	100	100	100	—
1914	100	102	96	106	98	100	95	116	100
1915	129	140	133	142	101	109	97	145	112
1916	160	189	201	153	127	134	117	185	128
1917	206	282	199	179	177	175	149	244	147
1918	227	340	409	217	194	205	196	339	180
1919	242	357	364	415	206	216	239	330	198
1920	295	510	624	1.486	226	250	260	347	204
1921	182	345	577	1.911	147	182	200	211	181
1922	159	327	562	34.182	149	165	195	162	180
1923[4])	159	411	582	765.000	157	167	192	166	179

Каждый процесс, безразлично инфляционный ли или дефляционный, влечет за собой большой ущерб. Каждый оказывает влияние на распределение благ между различными классами; в этом отношении влияние инфляции пагубнее. Но влияние этих процессов сказывается и на производстве благ, вызывая расширение или сокращение его; здесь уже дефляция является более вредной. Мы обратимся сначала, следуя намеченной нами программе изложения, к исследованию влияния изменения ценности денег на распределение благ, обращая преимущественно внимание на явление инфляции, а затем к влиянию его на производство благ выдвигая здесь на первый план явление дефляции. Как отразились изме-

[1]) Данные взяты из Monthly Bulletin of Statistics, изд. Лиги Наций.
[2]) «Statist» до 1919 г., затем средняя из индексов «Economist», «Statist» и «Board of Trade».
[3]) Индексы «Bureau of Labour».
[4]) Первое полугодие.

нения цен последних 9 лет на общем итоге продукции и каково было их влияние на противоречивые интересы и взаимоотношения отдельных классов?

Ответ на эти вопросы выявит весь трагизм современного положения вещей, и эта книга имеет целью найти надлежащий выход из него.

I. Изменения ценности денег в их влиянии на распределение благ.

Имея в виду цели нашего исследования, мы принимаем следующее тройное разделение общества: класс рантье [1]), класс предпринимателей и класс получающих заработную плату. Эти классы перекрещиваются, и одно и то же лицо может получать заработную плату, руководить предприятиями и вкладывать в дело свои капиталы; но в современной организации общества такое деление вполне соответствует социальному расчленению и действительно наличному противоречию интересов.

1. Класс рантье.

Среди различных целей, которым служат деньги, некоторые преимущественно покоятся на той предпосылке, что реальная ценность денег в течение определенного времени остается почти неизменной. Среди этих целей наиболее важное значение имеют те, которые связаны с договорами о помещении денег в самом широком смысле слова. Такие договоры, предусматривающие обратную выплату денежных сумм по истечении значительного промежутка времени—определяют то, что мы лучше всего можем назвать рентной системой, в отличие от системы частной собственности вообще.

В этой фазе капитализма, как она развилась в XIX веке, существуют различные способы отделения управления собственностью от самаго права на нее. Эти способы могут быть сведены к трем главным типам:

1. Собственник передает право управления, но сохраняет право собственности—на определенные земельные участки, дома, машины и пр. Свое типическое выражение эта форма находит в обладании акциями акционерных обществ.

2. Собственник, хотя временно и уступает право управления и взамен получает ежегодно определенную сумму денег, но при определенных условиях получает свою собственность обратно. Школьным примером является арендный договор. И, наконец:

3. Собственник навсегда лишается конкретной собственности, взамен получения постоянной ежегодной ренты, выраженной в деньгах, или ограниченной во времени ренты с возвратом капитальной суммы долга по истечении этого срока, для чего прибегают к ипотекам, долговым обязательствам, облигациям, привилегированным акциям. Этот третий тип является завершением развития помещения капиталов в форме ренты.

---

[1]) Автор употребляет здесь термин «Investing Class», т.-е. класс капиталистов, не участвующих непосредственно в производстве, а выполняющих общественную функцию накопления и помещающих свои капиталы (investitors) в чужие предприятия. Термин рантье, принятый и в немецком переводе этой книги (за отсутствием как в немецком, так и в русском языке точно соответствующего наименования) подчеркивает в характеристике этой группы не активный момент помещения капиталов, а пассивное получение доходов (ренты) с помещенных капиталов. По об'ему же эта группа вполне соответствует той, которую имеет ввиду Кейнс. *Прим. редактора.*

Договоры об уплате денежных сумм в определенные сроки (без оговорки о могущих произойти изменениях реальной ценности денег к моменту истечения сроков), должны будут существовать до тех пор, пока деньги вообще ссужаются или даются взаймы. В форме арендных договоров и ипотек, долгосрочных ссуд правительствам, а также немногим корпорациям — напр., Ост-Индской Компании,—эти договоры были обычными уже в XVIII столетии. Но в XIX столетии они приобрели особое значение, а к началу XX века они привели к разделению имущего класса на две группы — «предпринимателей» и «рантье» — с частью противоречивыми интересами. Это разделение по отношению к отдельным лицам не является безусловным: предприниматели могут быть одновременно рантье, равно как рантье могут в то же время быть держателями учредительных акций; но тем не менее это разделение весьма реальное и оно не умаляется вследствие того, что его редко замечают.

Благодаря этой системе класс активных предпринимателей имел возможность привлечь к поддержанию своих предприятий не только свое собственное состояние, но сбережения общества в целом. С другой стороны, производящие и имущие классы могли находить помещение для своих средств, которое доставляло им мало хлопот, не было связано ни с какой ответственностью и, как полагали, представляло небольшой риск.

В продолжение ста лет эта система действовала в Европе с необычайным успехом и способствовала накоплению средств в небывалой до того степени. Сберегать и капитализировать было одновременно обязанностью и наслаждением весьма многочисленного класса. Вклады сбережений редко брались обратно, проценты начислялись на проценты, и они сделали возможными все те материальные достижения. которые мы можем констатировать в настоящее время. Мораль, политика, литература и религия этого времени заключили тесный союз для поощрения сбережений. Бог и маммон были примирены. Мир на земле людям состоятельным. Богатый мог попасть в царство небесное, если только он был бережлив. Новая гармония раздалась с небесных сфер. — «Замечательно, что благодаря мудрому и благодетельному порядку, установленному провидением, люди лучше всего служат всему человечеству тогда, когда они не думают ни о чем другом, как о своих собственных интересах» [1])—так пели ангелы.

Созданная, таким образом, атмосфера наилучшим образом примирила запросы нараставшего предпринимательского духа и увеличивавшегося населения с возрастанием класса тунеядцев. Но среди общего благополучия и прогресса никем не сознавалось, в какой степени система, которой классрантье доверил свои состояния, зависела от устойчивости ценности денег; очевидно, полагали, что эта система регулируется сама собой. Помещение капиталов ширилось и умножалось и дело дошло до того, что облигация в глазах среднего сословия всего мира стала прототипом прочности и длительности. В настоящее время чрезмерное доверие к устойчивости и надежности денежных обязательств так укоренилось, что по английскому праву опекуны обязаны в них помещать опекунские деньги,—им даже запрещается давать иное назначение деньгам, за исключением земельных участков (исключение, являющееся также отголоском прежних отношений)[2].

---

[1]) «Общедоступные лекции о денежном обращении для юношества», изд. общ. ревнителей христианского знания. 12-ое изд. 1850 г.

[2]) В Германии опекуны были освобождены от аналогичной обязанности лишь в 1923 г., когда вверенные им фонды, помещенные в облигации, оказались уже полностью обесцененными.

И здесь счастливый опыт XIX века создал убеждение, что так будет продолжаться и впредь, а предостерегающие катастрофы прошлого были забыты. Казалось, забыли про отсутствие исторической гарантии того, что деньги всегда останутся одинаковой массой определенного металла, или что их покупательная способность останется неизменной.

И все же деньги представляют ничто иное как время от времени прокламируемое государством законное платежное средство для выполнения денежных обязательств. В 1914 году еще не минуло ста лет, как золото стало мерилом ценности в Англии, и полстолетия, как оно стало единственным ее мерилом в любой иной стране. Нам неизвестна ни одна сколько-нибудь продолжительная война, ни один значительный социальный переворот, которые бы ни сопровождались изменением законных платежных средств. Нет страны с историческим прошлым, где, начиная с зачатков хозяйственного развития, мы не имели бы непрерывной хроники неизменного падения реальной ценности следующих одно за другим платежных средств, игравших роль денег.

И это прогрессивное падение ценности денег в процессе исторического развития не является случайностью; оно может быть сведено к двум моментам—нужде в деньгах правительств и решающему политическому влиянию класса должников.

К ухудшению денег, как своеобразному налоговому источнику, государство стало прибегать с тех пор, как этот источник был открыт Римом. Создание законных платежных средств являлось и является последним крайним резервом всякого правительства; и ни одно государство или правительство не согласится об'явить себя банкротом или позволить низвергнуть себя прежде, чем оно не прибегнет к этому средству, находящемуся в его распоряжении. К тому же, как мы это увидим ниже, выгоды от обесценения денег извлекает не только одно правительство. Землевладельцы и должники и вообще все те, у кого долговые обязательства состоят в выплате определенных денежных сумм, имеют в этом свою долю. Как ныне предприниматели, так прежде указанные классы были активными и созидающими классами хозяйственного организма.

Подобное, каждое столетие повторявшееся, обесценение денег в прошлом, облегчало восхождение новым элементам, освобождало их от оков. Оно приводило к созданию новых богатств за счет старых и вооружало предпринимательский дух против аккумулированного богатства рантье. Тенденция денег к обесценению в прошлом была актуальным противоядием от аккумулятивных явлений сложных процентов и наследования. Она оказывала смягчающее влияние на застывшее распределение давно приобретенных состояний и на отделение права собственности от управления ею. Благодаря обесценению денег каждое новое поколение лишалось части наследства, перешедшего к нему от предков, и план создания вечных состояний должен был рушиться, хотя общество и не создавало сознательно иного средства, более справедливого и подходящего для этого.

Во всяком случае, под влиянием указанных двух факторов—финансовой нужды государства и политического влияния класса должников,—иногда только того или иного—поступательное движение инфляции было п о с т о я н н ы м, если брать значительные промежутки времени. И это с тех пор, как деньги стали известны, с VI века до начала нашей эры. Иногда стандарт ценности сам падал; где этого не было, там имело место понижение монетной единицы.

Тем не менее, в силу обычной роли денег в повседневной жизни, это слишком легко забывают, и деньги, как таковые, рассматриваются как

абсолютное мерило ценности; и если сверх того, явления наблюдавшиеся в течение какого-либо столетия, не разбивают иллюзий обывателя, то он в том, что было нормальным для трех поколений, видит одну из основ прочного социального здания.

События всего XIX в. благоприятствовали созданию подобных иллюзий. В первую четверть этого столетия на смену очень высоким ценам периода наполеоновских войн произошло быстрое повышение ценности денег. В последовавшие за этим 70 лет, не считая немногих кратковременных колебаний, цены обнаружили тенденцию к падению и достигли в этом отношении своего предела в 1896 году. Но, несмотря на это, характерной и существенной для этого длительного периода была сравнительная устойчивость уровня цен. Приблизительно одинаковый уровень цен был в 1826, 1841, 1855, 1862, 1867, 1871 и 1915 годах, равно как на одном уровне были цены в 1844, 1881 и 1914 годах. Если мы индекс за последний из указанных годов примем за 100, то мы найдем, что за промежуток времени, равный почти столетию, с 1826 года по год об'явления войны, т. е. наиболее сильное отклонение вверх и вниз составляло всего 30 пунктов, индекс никогда не подымался выше 130 и не опускался ниже 70. Нет ничего удивительного, что создалось убеждение в устойчивости денежных обязательств с длительными сроками. Пусть золотой металл и не обладает всеми теоретическими преимуществами искусственно регулируемой денежной единицы, но всякое шарлатанство здесь исключается, и на практике он оказался надежным.

Одновременно и обладатель консолидированных фондов был удовлетворен во всех отношениях. «Прочность» вклада казалась почти абсолютной, насколько это только мыслимо. Капитальная ценность вкладов увеличивалась, частью по вышеуказанной причине, но, главным образом, благодаря неизменному падению среднего процента, что соответственно повышало капитальную ценность ренты [1]). Покупательная способность годового денежного дохода, в общем, возрастала. Если мы, например, обратимся к периоду с 1826 по 1896 год (не принимая во внимание даже существенного улучшения, наступившего непосредственно после битвы при Ватерлоо), то мы должны будем отметить, что капитальная ценность консолей неизменно, за исключением кратковременных отклонений в обратную сторону, возрастала с 79 до 109, несмотря на конверсию Гошена в 1889 году с 3% до $2^3/_4$%, а в 1903 году до $2^1/_2$%, в то время, как покупательная способность годового дохода, даже принимая во внимание понижение процента, повысилась на 50%. Но, кроме того, помимо улучшения курса консолей, они доказали свою устойчивость. В царствование Виктории, если не считать годов кризиса, консоли никогда не падали ниже 90; и даже в 1848 году, когда зашатались троны, средняя годовая цена упала только на 5 пунктов. Они стояли на 90, когда Виктория вступила на престол, и достигли предельной высоты в год ее бриллиантового юбилея. Что же удивительного, если наши отцы считали покупку консолей прекрасным помещением капитала!

Так в течение XIX века образовался обширный, могущественный, уважаемый класс людей, зажиточных в отдельности и очень богатых в целом, не владевший ни недвижимостью, ни землей, ни предприятиями, ни благородными металлами, но только свидетельством на получение ежегодного дохода в деньгах определенных законом. К такому помещению капиталов прибегали в особенности люди среднего сословия,—это своеобразное явле-

[1]) Если, напр., средний процент понижался с 4% до 3%, то 3%-ные консолидированные фонды повышались в ценности с 66 до 100.

ние и гордость XIX века. Привычка и необдуманный опыт создали для подобного помещения капиталов неоспоримую славу полной безопасности.

Уже до начала войны эти средние состояния начали терпеть некоторый ущерб (по сравнению с предельной их доходностью в середине 90-х годов) вследствие повышения цен, а тем самым и процентных ставок.

Во время и после войны деньги в своей реальной ценности понизились в Англии приблизительно наполовину, во Франции на $^7/_8$, в Италии на $^{11}/_{12}$, всякую почти ценность потеряли в Германии, в государствах образовавшихся на месте бывшей Австро-Венгерской монархии и в России. Потери типично-английского рантье могут быть определены по потерям держателей консолей. Положение рантье, как мы видели, неизменно улучшалось до 1896 года, если не принимать во внимание некоторых колебаний, а в этом и следующем году был достигнут предел – как в отношении капитальной ценности ежегодного дохода, так и в отношении покупательной способности денег. С 1896 по 1914 год положение рантье ухудшалось: капитальная ценность его ежегодной ренты упала приблизительно на $^1/_3$, а покупательная способность его доходов также понизилась на $^1/_3$. Но это ухудшение происходило в течение целых двадцати лет, начиная с исключительно благоприятного для рантье момента, и конечный этап привел его лишь к немного худшему положению, чем то, в каком он был в 80-х годах или в первое 40-летие XIX века. Но в дальнейшем ухудшение его положения все прогрессировало. Между 1914 и 1920 гг. капитальная ценность ренты снова упала еще на $^1/_3$, а покупательная способность его доходов приблизительно на $^2/_3$. Кроме того основная ставка подоходного налога возросла с $7^1/_2\%$ в 1914 году до 30% в 1921 году[1]).

В круглых цифрах эволюция может быть представлена в следующем виде:

Годы.	Покупат. способность дохода от консолей[2]).	То же за вычетом подоходного налога.	Номинальная величина капитальн. ценн. консолей.	Покупат. способн. капит. ценности консолей.
1815	61	59	92	56
1826	85	90	108	92
1841	85	90	122	104
1869	87	89	127	111
1883	104	108	138	144
1896	139	145	150	208
1914	100	100	100	100
1920	34	26	64	22
1921	53	39	56	34
1922	62	50	76	47

[1]) С 1896 г. к этому прибавилось еще обложение налогом на наследства.
[2]) Без вычета на уменьшение процента с 3 до $2^1/_2\%$.

Второй столбец наглядно показывает, каким блестящим помещением капитала были ценные бумаги в течение столетия от Ватерлоо до Монса, даже если мы отбросим исключительно благоприятные цифры 1896—1897 годов. Наша таблица показывает, что время бриллиантового юбилея Виктории было кульминационным пунктом в развитии благосостояния английского среднего сословия. Но в то же время она с математической ясностью вскрывает жалкое положение тех, кто ныне пытается жить доходом с такого же капитала, как до войны. Реальный доход обладателей консолидированных фондов в 1922 году равнялся половине такового в 1914 году и одной трети в 1896 году. Все, что было нажито в XIX столетии, оказалось снова растраченным, и положение рантье стало даже менее прочным, чем оно было после битвы при Ватерлоо.

Но нельзя упускать из виду некоторых смягчающих обстоятельств. Если война в целом была расточением общественных резервов, то с другой стороны она была периодом накопления для отдельных категорий класса рантье, которые со своими огромными количествами государственных бумаг, пред'являют ныне значительно большие требования на деньги из сумм государственных доходов. Класс рантье, потерявший свои деньги, компенсируется частично социальной и родственной близостью к классу предпринимателей, приобревшему деньги, так что весьма нередко возмещалась вся сумма потери. И, наконец, в настоящее время в Англии следует отметить значительное улучшение по сравнению с тяжелым 1920 годом.

Но события не становятся от этого менее примечательными. Влияние войны и денежной политики, ей сопутствовавшей, выразилось в поглощении значительной доли реальной ценности богатств класса рантье. Но, так как потеря эта была внезапной и время ее возникновения совпало с другими еще более тяжелыми ударами, значение ее не было в полной мере оценено. Последствием были глубокие изменения в соотношениях различных классов населения. На всем континенте сбережения среднего класса, поскольку они были помещены в ипотеки, облигации или банковые ценности были по большей части совершенно уничтожены, и этот опыт впредь несомненно изменит сложившиеся взгляды на способы сбережения и помещения капитала. То, что считали наиболее прочным, оказалось наименее устойчивым. Тот, кто ничего не расходовал, но и не «спекулировал», кто был «примерным отцом семейства», кто пел гимны постоянству и следовал неуклонно морали созидательных и почтенных предписаний опытных людей,—как раз тот именно, кого судьба казалось меньше всего могла захватить врасплох, пострадал больше всех.

Какой же урок для будущего мы должны из всего этого вынести? Главным образом тот, что при господствующей социальной организации в области денежной политики нельзя рекомендовать принцип laisser faire. Нельзя сказать, что существующие институты себя оправдали. Если бы мы в дальнейшем пожелали обращать добровольные сбережения общества в «ценные бумаги», то мы должны были бы признать основной задачей государственного искусства сохранение незыблемости мерила ценности, в котором эти ценные бумаги выражены. Далее, мы должны были бы другими средствами, которые коснулись бы равномерно всех видов имущества, а не концентрировались бы на сравнительно беспомощных рантье, регулировать распределение национального достояния, если с течением времени законы о наследовании и норма накопления передадут слишком большие доли дохода производительных классов в распоряжение только потребляющих тунеядцев.

2. Класс предпринимателей.

Как деловым миром, так и наукой о народном хозяйстве—давно признано, что периоды повышения цен возбуждают предпринимательский дух. При повышении цен, получаемая предпринимателями польза является обратной стороной ущерба рантье. При падении ценности денег, лица обязавшиеся уплатить определенные суммы из прибылей предприятия, извлекают выгоду благодаря тому, что твердо установленные денежные платежи составят меньшую чем прежде часть их денежного оборота. Это всегда имеет место не только в переходный период колебаний, но, поскольку речь идет о прежних займах, и при стабилизации цен на более высоком уровне. Так, напр., сельские хозяева в Европе, получавшие путем ипотек средства для содержания своих хозяйств, теперь почти совершенно освободились от своей задолженности за счет своих кредиторов.

В период, когда цены из месяца в месяц повышались, для деловых людей создался дальнейший и более значительный источник дохода—кон'юнктурная прибыль. Будь это торговец или фабрикант—каждый закупает раньше чем он продает, и по меньшей мере в отношении части своего запаса несет риск изменения цен. Поэтому, из месяца в месяц ценность его запаса возрастает, он неизменно продает по более высоким ценам, чем он ожидал, и извлекает, таким образом, кон'юнктурную прибыль, на которую он не расчитывал. В такое время торговля является до неприличия легким занятием. Тот, кто может получить в кредит деньги и не является совершенным неудачником, может извлечь прибыль, не принося со своей стороны больших усилий. Повторные успехи вызывают ожидание таких же успехов и в дальнейшем. Привычка прибегать к банковым ссудам выходит за пределы обычного. Если ожидается повышение цен на рынке, то естественно запасы припрятываются из спекулятивных соображений. Даже одного ожидания повышения цен достаточно, чтобы путем спекулятивных сделок вызвать его в действительности.

Возьмем, напр., месячный индекс «Statist»'а для сырья с апреля 1919 года по май 1920 года.

Апрель 1919 года	100
Май „ „	108
Июнь „ „	112
Июль „ „	117
Август „ „	120
Сентябрь „ „	121
Октябрь „ „	127
Ноябрь „ „	131
Декабрь „ „	135
Январь 1920 года	142
Февраль „ „	150
Март „ „	146

Из этой таблицы мы усматриваем, что каждый кто мог бы получить ссуду от своего банкира и на полученные деньги купить сырье без всякого разбора, мог бы каждый месяц, за исключением последнего, получать прибыль и в среднем заработать в течение года 46%. Банки же в это время брали не свыше 7% и давали, таким образом, всякому, кто дал себя унести потоку, возможность получать от 30% до 40% чистой прибыли в год без проявления особых талантов. Насколько же велики были шансы тех людей, которые по своему хозяйственному положению и по своему опыту в деле могли наверняка предвидеть вероятное изменение цен определенных товаров. А в таком положении был каждый торговец или каждый оптовый потребитель сырья, хорошо знакомый с своей отраслью. Прибыль в опре-

деленных делах для человека с некоторыми способностями или при некоторой удаче в такой период должна была быть огромной. Большие состояния сколачивались в течение немногих месяцев. Но и самый консервативный человек, который при мысли, что он может быть назван спекулянтом или барышником, был бы глубоко задет и почувствовал бы себя оскорбленным, все же не отказывался от конъюнктурных прибылей, о которых он раньше не помышлял и к которым не стремился.

Экономисты различают так-наз. «денежные» проценты и «реальные». Если денежная сумма, выраженная в товаре, к моменту оказания кредита равна по ценности 100, если кредит оказан из 5% годовых, и если к концу года денежная сумма, выраженная в товаре, равна по ценности 90, — то кредитор получает с процентами включительно эквивалент только в 94½%. Именно это имеют в виду, когда говорят, что в то время, как денежный процент попрежнему равнялся 5, реальный стал отрицательным, а именно был равен минус 5½%. То же самое произошло бы и в том случае, если бы к определенному сроку повысилась ценность денег и полученная в ссуду капитальная сумма, выраженная в товаре, достигла бы 110. В то время как денежный процент попрежнему равнялся бы 5, реальный процент составлял бы уже 15½%. Эти соображения, если они даже в сознании деловых людей ясно и не выражены, все же никоим образом не являются академическими. Деловые люди могут утверждать и даже думать, что денежный процент может быть рассматриваем сам по себе вне отношения к реальному проценту. Но поступать они будут иначе. Торговец или фабрикант, высчитывая, вынудит ли его банковский процент в 7% годовых к сокращению дела, находится в значительной степени под влиянием соображений о том или ином изменении цен на товар, которым он интересуется.

Когда цены повышаются, должник покроет свой долг кредитору суммой, которая в своем реальном выражении, не только не будет включать процентов, но будет меньше первоначально взятого капитала. Это значит, что реальный процент понижается до отрицательной ценности, и должник соответственно обогащается. Правда, поскольку предвидится повышение цен, попытки использования последнего путем расширения кредита влекут за собой повышение процентных ставок на деньги. Уже по этой причине, на ряду с другими, высокий учетный процент должен столкнуться с периодом падающих цен. Явная ненормальность высоких денежных процентных ставок в подобное время есть не что иное, как обратная сторона тенденции реальных процентных ставок к устойчивости. Тем не менее, в периоды резких колебаний цен, денежные процентные ставки лишь редко правильно или достаточно быстро приспособляются для того, чтобы воспрепятствовать ненормальному образованию реальных процентных ставок. Ибо денежный процент определяется не наступившим фактом повышения цен, но ожиданием повышения; и в странах, где денежное обращение не находится в совершенном расстройстве, всеобщее ожидание дальнейшего повышения или падения цен или совсем не имеет места, или наблюдается так редко и в такой форме, что не может определять процентных ставок в точном соответствии с данным положением, скажем, повышать ставки до 10% и выше в год для краткосрочных ссуд, или понижать их до 1% и ниже [1]).

[1]) Торговец, одолживший деньги с намерением использовать предполагаемое повышение реального процента, исходит из предположения о повышении цен. Он имеет, таким образом, дело с вероятностью, но не с фактом. Его отпугивает поэтому колебание денежного процента, которое, правда, меньше, чем обратное изменение реальных процентных ставок; на последнее он расчитывает, но уверенности в нем иметь не может.

Колебание процентных ставок недостаточно, чтобы уравновесить движение цен вверх или вниз более чем, скажем, на 5% в год—процент, который действительное движение цен часто превышает.

Германия недавно явила пример того, в какой невероятной степени может повышаться денежный процент в его стремлении итти рука об руку с реальной процентной ставкой, когда цены стремительно повышаются в течение долгого времени и у каждого, правильно или неправильно, появляется уверенность в дальнейшем их повышении. Но и здесь денежные процентные ставки не поспевают за повышением цен. Осенью 1922 года стало сказываться влияние истекшего длительного периода, когда реальный процент в Германии достиг значительной отрицательной цифры. Это значит, что каждый получавший ссуду и обращавший ее в товар, по истечении определенного времени мог убедиться, что ценность товара в марках значительно выше процентов, уплачиваемых им за кредит. Таким путем на почве общей нужды создавались большие состояния; и больше всего нажились те, которые первые прозрели, что единственный путь для присвоения разницы между реальной и денежной ставкой это—кредит, кредит и кредит. Но после того, как в течение ряда месяцев это было законным делом, каждый стал подражать этому с запоздалым влиянием на денежный процент. К этому времени, при официальном проценте Имперского Банка в 8% годовых, за деньги в действительности платили при обеспечении ценными бумагами 22%. В течение первой половины 1923 года учетный процент Имперского Банка возрос до 24% в год, затем до 30% и, наконец, до 108%, между тем, как на вольном рынке процент доходил до диких цифр и временами достигал 3% в неделю при некоторых видах ссуд. При окончательном крушении денежного обращения, с июля по сентябрь 1923 года, ставки вольного рынка окончательно выходят за пределы разумного и достигают даже 100% в месяц. Но по сравнению со степенью обесценения денег и эти цифры были недостаточны, и тот, кто легкомысленно вопреки всему брал взаймы деньги, все-таки наживался.

В Венгрии, Польше и России — где всегда считались с дальнейшим падением цен—наблюдалось то же явление, которое одновременно, как в микроскопе, свидетельствовало, что наступление его повсеместно одновременно связано с ожидаемым повышением цен.

С другой стороны, если средние годовые цены падают на 30 — 40%, как это наблюдалось в Англии и Соединенных Штатах в 1921 году, то даже банковский процент в 1% является помехой для сделок, ибо он соответствует очень высокой реальной процентной ставке. Каждый, кто мог хоть частично предвидеть подобное движение цен, действовал бы в своих интересах, если бы распродал все запасы и воздержался временно от дальнейших дел.

Если обесценение денег является доходным источником для одних, то с другой стороны оно дает повод к упрекам. Потребитель в чрезмерных доходах, усматривает причину, а не следствие ненавистного повышения цен. В процессе резких колебаний своей судьбы, предприниматель сам теряет свои консервативные привычки и начинает больше помышлять о преходящей большой наживе, чем о менее значительных, но более постоянных доходах от нормальных дел. Судьбой своего предприятия в сравнительно отдаленном будущем он озабочен меньше, чем прежде, актуальной для него становится мысль о возможно более быстром обогащении. Его чрезмерные доходы достались ему не ценой его труда и без какой бы то ни было ошибки или намерения с его стороны; но с того момента, как он обрел состояние, он уж не хочет так легко с ним расстаться и будет бороться

НКФ СССР Финансовая Академия Библиотека

за сохранение своей добычи. При таких инстинктах и в таком положении сам делец находится в несколько подавленном состоянии. Он внутренне теряет доверие к самому себе, к своим отношениям к обществу, к своей полезности и необходимости в хозяйственном организме. Он опасается за судьбу своего предприятия и положения, и чем меньше он чувствует уверенности в своем богатстве, тем крепче он за него держится. Деловой человек, опора общества и строитель будущего, деятельность которого и заслуги еще недавно были покрыты ореолом почти религиозного благородства, он, наиболее почтенный, необходимый, прославленный меж всеми людьми и классами, конфликт с которым не только уничтожал, но считался преступным, он должен теперь переносить оскорбительные взгляды, чувствовать себя на подозрении и обиженной жертвой несправедливых и вредных законов,—пока он, действительно, наполовину по своей вине, не становится спекулянтом.

Ни один разумный человек не пожелает остаться бедным, если он видит, что его соседи нажили состояние путем счастливой спекуляции. Превращение делового человека в спекулянта—это удар капитализму, ибо оно разрушает то психологическое равновесие, благодаря которому возможно существование неравенства доходов. Учение политической экономии о средней норме прибыли, которое в общем понятно для каждого, является необходимой предпосылкой для оправдания капитализма. Дельца переносят лишь постольку, поскольку его доходы стоят в некотором соответствии с содеянным им для благосостояния общества.

Это, таким образом, второе нарушение господствующего хозяйственного уклада, ответственность за которое несет обесценение денег. Если обесценение денег отпугивает от рентного помещения, то оно же приводит к дурной славе предпринимателя.

Нельзя сказать, чтобы предпринимателю позволили сохранить чрезмерные выгоды, извлекаемые им в периоды под'ема. Огромное количество целительных средств напрасно пускается в ход, чтобы излечить болезнь времени—средств, которые (как, напр., борьба против высоких цен и высокой наемной платы, охота за спекулянтами, обложение чрезмерных прибылей) сами причинили не меньше зла.

В дальнейшем приходит депрессия с падающими ценами, которая влияет на положение обладателей товаров как раз в обратном направлении, чем повышение цен. Чрезмерные потери, вне всякого соответствия с рентабельностью дела, сменяют собою кон'юнктурные выгоды; стремления каждого держать минимальные запасы товаров так же приводят промышленность к застою, как прежде стремление к увеличению запасов — к гипертрофии ее. Безработица следует за спекуляцией, как проблема дня. Но в то время, как круговорот торговли и кредита в странах с хорошей валютой отчасти, по меньшей мере, в данный момент преодолел сильный под'ем цен 1920 года и повернул его в противоположном направлении—в странах с продолжающейся инфляцией он вызвал волну в общем потоке обесценения денег.

3. Получатели заработной платы.

Общим местом всех учебников политической экономии является положение, что заработная плата имеет тенденцию оставаться позади цен, т.-е. реальный заработок получающего заработную плату уменьшается в период повышения цен. Это часто бывало в прошлом и может повто-

ряться и ныне у известных категорий получателей заработной платы, у которых обстоятельства сложились неблагоприятно для улучшения их положения или вызваны плохой организованностью их.

Однако, в Англии, а также в Соединенных Штатах, некоторые значительные группы рабочих не только смогли использовать положение для получения заработной платы соответствующей прежней ее покупательной силе, но достигли даже реального улучшения ее, связав его с сокращением числа часов работы(а соответственно и производительности труда). Все это произошло, по крайней мере в Англии, в такое время, когда национальное богатство в целом уменьшилось. Это изменение обычного хода вещей не было случайностью и может быть сведено к определенным причинам.

Организация определенных категорий рабочих, как-то, железнодорожных служащих, горнопромышленных рабочих, рабочих на верфях, имевшая своей задачей повышение заработной платы, улучшилась по сравнению с прежней. Жизнь в рядах войска, пожалуй, первый раз в военной истории, во многих отношениях повысила наличный уровень потребностей,—солдат был лучше одет, обут и часто лучше питался, чем рабочий, а его жена, получавшая во время войны пособие, в связи с открывшимися новыми возможностями заработка, также расширила круг своих потребностей.

Эти влияния могли послужить причиной повышения заработной платы, но нельзя было бы расчитывать на успех, если бы не было налицо еще одного фактора, — а именно, кон'юнктурных доходов спекулянтов. Тот факт, что предприниматель, помимо обычной прибыли, получал значительные кон'юнктурные барыши, и что это совершалось на глазах всего мира, сделало его более податливым к требованиям рабочих. Дополнительное влияние оказало давление общественного мнения. Коньюнктурные выгоды облегчали удовлетворение пред'явленных требований без особых финансовых затруднений для предпринимателя. В интересах предпринимателя было пожертвовать частью своей наживы, поделившись ею с участниками производственного процесса.

Так рабочий класс в послевоенное время улучшил свое положение по сравнению с другими классами, за исключением «спекулянтов». В некоторых важных случаях рабочие абсолютно улучшили свое положение, т.-е., если принять во внимание сокращенный рабочий день, повышенную заработную плату и более высокие цены, отдельные категории рабочих добились более высокой реальной платы на единицу своего труда или производительности. Но мы не можем судить о прочности такого положения, как бы оно ни было желательно, без обращения к источнику, который дал возможность рабочим добиться более высокого вознаграждения. Вызывается ли повышенная расценка труда длительным изменением хозяйственных факторов, которыми определяется распределение национальной продукции между различными классами, или же она представляется преходящим явлением, связанным с инфляцией и вытекающей из нее неустойчивостью мерила ценности?

Расстройство мерила ценности затемняет истинное положение вещей, и в продолжение известного времени один класс может обогащаться за счет другого, не порождая немедленно неизбежного контр—влияния. При этих условиях страна может, не сознавая того, потребить в текущем обиходе сбережения, предназначенные для будущего и может даже проесть свой капитал или же не восстановлять его при прогрессивном уменьшении его ценности. Когда ценность денег подвержена сильным колебаниям, стираются различия между капиталом и доходом. Одно из зол падающей

валюты заключается в том, что общество может проживать свой капитал, не замечая этого. Повышающаяся денежная ценность капитального достояния общества затемняет временами уменьшение реальной массы его.

Период депрессии отразился на рабочем классе скорее в форме безработицы, чем в уменьшении реальной заработной платы, и государственная помощь безработным существенно смягчила это зло. Денежная заработная плата следовала за понижательным движением цен. Но депрессия в 1921 — 1922 гг. не уничтожила того сравнительно выгодного положения, в котором рабочий класс оказался в предшествующем году по сравнению со средним классом. Ставки заработной платы в 1923 году в Англии стояли на значительно более высоком уровне, чем в довоенное время относительно расходов на поддержание жизни, особенно, если принять во внимание более короткое рабочее время.

То же самое наблюдалось в Германии и Австрии; но в значительно большей степени, чем в Англии или во Франции, обесценение денег в Германии всей тяжестью легло на средние классы, рабочий же класс до сих пор не принял на себя соответственной части тягот. Если правда, что германские профессора ответственны в известной степени за атмосферу, подготовившую войну, то их класс понес и соответствующую кару. Обнищание среднего класса в Европе, которому мы обязаны большей частью культурных ценностей, должно постепенно привести к упадку науки и искусства.

Мы резюмируем. Инфляция приводит к перераспределению имуществ, которое очень неблагоприятно для получателей ренты, очень выгодно для предпринимателей и, при современных промышленных условиях, в целом благоприятно для рабочих. Ее очевидное влияние это несправедливость в отношении тех, кто предпочел свои сбережения поместить в денежной форме, а не в материальные ценности. Несправедливость эта имеет и дальнейшие последствия. Указанное выше свидетельствует о том, что уменьшение производства благ, наблюдавшееся в Европе со времени войны, в известной мере стоит в связи не с увеличением потребления какого-либо класса, а с сокращением накопления капитала. Кроме того, инфляция не только уменьшила склонность рантье к сбережениям, но она уничтожила и атмосферу доверия, являющуюся необходимой предпосылкой готовности к сбережениям. Но растущее народонаселение для поддержания данного жизненного уровня требует соответствующего прироста капитала. В Англии еще в продолжение многих лет, как бы не эволюционировала впредь норма рождаемости (в настоящее время число рождений в день приблизительно в два раза превышает число смертей), ежегодно на рабочий рынок будет поступать на 250.000 человек больше, чем убывает с него. Чтобы поддержать прогрессирующее количество рабочей силы на одинаковом с прежним уровне, необходимы не только новые рынки, но и увеличение капитала. Чтобы сохранить наш жизненный уровень, капитал страны должен возрастать пропорционально увеличению предложения рабочих рук в стране, что в настоящее время равносильно 250 миллионам фунтов стерлингов новых сбережений. [1]) Если благоприятные для накопления условия XIX века и вызывают в настоящее время с нашей стороны улыбку, то все же не следует забывать, что стремление к накоплению обеспечило за-

[1]) Это значит, что не менее 1.000 фунт. стерлингов нового капитала требуется, чтобы дать одному рабочему надлежащую организацию и снабдить его орудиями производства, которые обеспечивают успешность его работы и могут прокормить его с семьей. Это вероятно даже пониженная оценка.

кономерное соотношение между ростом капитала и ростом населения. Нарушение ранее существовавшего равновесия между классами, в своих основаниях коренящееся в значительной степени в изменении ценности денег, должно было устранить благоприятные условия для накопления.

С другой стороны, дефляция, как мы это увидим во второй части ближайшей главы, угрожает в период существования огромного национального долга, выраженного в легальных деньгах, нарушением равновесия в пользу класса рантье в такой степени, что бремя налогов для созидательных классов общества окажется нестерпимым.

II. Изменения ценности денег в их влиянии на производство.

Когда деловой мир правильно или ошибочно находится в ожидании падения цен, производство имеет тенденцию к сокращению, а когда ждут поднятия цен, производство имеет тенденцию к оживлению. Колебание масштаба ценности ни в какой степени не меняет мирового имущества, потребностей мира или мировой продукции. Значит, оно не должно было бы влиять на характер и размер продукции. Движение относительных цен, т.-е. сравнительных цен различных товаров, должно влиять на характер производства, ибо оно является показателем того, что различные товары производятся не в должном соответствии. Но это не относится к изменению общего уровня цен.

Тот факт, что ожидаемые изменения общего уровня цен влияют на производство, глубоко коренится в особенностях господствующей хозяйственной организации общества, отчасти в тех, которые были уже указаны выше, отчасти в тех, которые должны быть упомянуты сейчас. Мы уже видели, что изменение общего уровня цен, т. е. масштаба, коим определяются обязательства должников (от которых исходит решение пустить в ход производство) в отношении их кредиторов (которые ничего не делают, раз они ссудили свои деньги) влияет на перераспределение богатств между обеими группами. Активная группа, если она предвидит подобное изменение, заранее может так приспособить свое поведение, что или потери ее сравнительно с другими группами окажутся незначительными, или ее прибыль повысится, в зависимости от того наступит ли и в каких пределах ожидаемое изменение ценности денег. Если ожидается понижение, то для нее как группы, выгодно сократить производство, хотя такая вынужденная бездеятельность делает общество в целом беднее. Если же ожидается повышение, выгодно шире использовать кредит и расширить производство за те пределы, при которых реальный доход является лишь достаточным для вознаграждения общества в целом за понесенный труд. Иногда, однако, при изменении масштаба ценности, особенно если это происходит непредвиденно, обогащение одной группы за счет другой оказывается вне всякого соответствия с его влиянием на размеры производства; но поскольку активная группа может предвидеть изменение, тенденция будет именно такова, как нами это обрисовано [1]). Это

[1]) Поскольку жалованье и заработная плата в своем денежном выражении имеют тенденцию быть более устойчивыми, чем в своей реальной ценности, постольку интересы получателей жалованья и заработной платы совпадают с интересами непроизводящей капиталистической группы. Интересы же потребителя, поскольку он может влиять на назначение своих текущих средств, путем сохранения их в виде денег или затраты на покупку товаров про запас, совпадают с интересами производящей капиталистической группы, и решение, которым он руководствуется в своих собственных интересах, приводит к укреплению интересов последней. То, что интересы одного и

просто означает, что при существующих условиях интенсивность производства благ в значительной мере определяется ожидаемой предпринимателем реальной прибылью. Но этот критерий применим к обществу в целом только тогда, когда точное приноровление интересов не устраняется колебанием масштаба ценности.

Но и по другим причинам, хотя и связанным с указанными, но тем не менее отличными от них, современный способ производства требует устойчивой денежной единицы. Эти причины в известной степени независимы от характера обрисованного нами выше социального организма, но вытекают из технических условий современного производства. С развитием международной торговли, при огромных расстояниях между местами производства и окончательного потребления и при растущей сложности производственного процесса, риск, связанный с промышленной деятельностью и длительность этого риска, значительно больше, чем в условиях относительно небольшого самодовлеющего целого. Даже в сельском хозяйстве риск производителя увеличился, в то время как риск потребителя уменьшился вследствие возможности подвоза из многочисленных источников, сглаживающей колебания различных времен года. Когда урожай не оправдывает ожиданий, более высокие цены не могут вознаградить сельского хозяина. Этот увеличившийся риск — дань, уплачиваемая производителем за преимущества высокой специализации, разнообразия рынков и условий снабжения их сырьем.

Забота о мерах к устранению этого риска ценою уплаты умеренных премий является одной из важнейших проблем современной хозяйственной жизни и одной из тех, которые до сих пор не нашли сколько-нибудь удовлетворительного решения. Задача держать всегда в ходу производственный аппарат и этим избегнуть безработицы была бы значительно упрощена, если бы можно было уменьшить риск, или если бы был найден лучший способ страхования от него для отдельного предпринимателя.

Значительная часть риска зависит от колебаний относительной ценности отдельного товара по сравнению со всеми товарами вообще за время от начала производства до момента потребления. В этой своей части риск не зависит от влияния колебания ценности денег и подлежит устранению средствами, не подлежащими здесь рассмотрению. Но кроме того риск связан с недостаточной устойчивостью денежной единицы. В длительном процессе производства является необходимость в расходах в денежной форме—поскольку заработная плата и другие производственные расходы выплачиваются в денежной форме—и эти суммы через некоторое время вновь возвращаются при обмене готового продукта на деньги. Следовательно, предприниматели всегда неизбежно находятся в таком положении, что при повышении цен они выигрывают, а при понижении цен теряют. Независимо от того, происходит ли это, или нет, производственная техника при режиме денежных обязательств вызывает всегда значительную спекуляцию и если против нее ведется борьба, то производственный процесс неизменно страдает. Наша аргументация не затрагивается

того же лица в одном отношении совпадают с интересами одной, а в другом с интересами другой группы, ничего не меняет в положении дела и не ослабляет нашей аргументации. Ибо потери лица в одном отношении лишь в самой незначительной степени зависят от его опасения принимать меры по отношению к его другой функции. Тот факт, что кто либо, будучи людоедом у себя дома, сам может быть седен вне его, не нивелируется этим обстоятельством в том смысле, что людоед становится безобидным и безвредным.

тем фактом, что в хозяйственной жизни в известной мере существует специализация производства, благодаря которой профессиональный спекулянт поддерживает собственного производителя, перенимая на себя часть его риска.

Из сказанного следует не только тот вывод, что фактическое наступление изменения цен благоприятствует одним классам и вредит другим (как это было указано в параграфе первом этой главы), но и тот, что всеобщее опасение падения цен может совершенно затормозить производственный процесс. Ибо, когда ожидается понижение цен, не найдется достаточно людей, которые взяли бы на себя риск поддержать высокие спекулятивные цены, а это означает, что предприниматель не пожелает участвовать в длительном процессе производства, требующем денежных затрат значительно раньше, чем можно ожидать поступлений; следствием этого является безработица. Факт падения цен приносит ущерб предпринимателю; следовательно, опасение падения цен вынуждает его к защите путем сокращения им операций. А между тем как раз от совокупности всех индивидуальных оценок риска и стремления избежать его зависит активность производства и положение рабочего рынка.

Дальнейшее затруднение заключается в том, что ожидание изменения цен, если оно всеми разделяется, имеет тенденцию влиять в известных пределах кумулятивно. Когда ждут повышения цен и хозяйственная жизнь сообразуется с этим, то этого вполне достаточно, чтобы вызвать на некоторое время повышение цен, а когда ожидание оправдывается, повышение еще более усиливается. То же наблюдается и при ожидании падения цен. Относительно слабый предварительный толчок в состоянии вызвать значительное понижение.

Три поколения экономистов признавали, что одни причины вызывают прогрессивное и длительное изменение ценности денег, другие вызывают колебательные движения в пределах первых и что последние в исходный момент влияют кумулятивно, но по истечении определенного времени создают условия для обратного движения. Но изучение периодов колебания денежной единицы до самого недавнего времени ограничивалось вопросом, какого рода причина вызвала первый толчок. Одни были того мнения, что исходная причина всегда одна и та же и повторяется с астрономической закономерностью. Другие придерживались того взгляда, который нам кажется более правдоподобным, что в одном случае действует одна причина, а в другом другая.

Одна из главных задач настоящего труда состоит в том, чтобы добиться признания, что наилучший метод лечения этой смертельной болезни индивидуалистического строя заключается в устранении возможности появления случайного ожидания повышения или понижения цен, а также при наступлении такого изменения цен, в устранении серьезного риска, что оно примет большие размеры. Если изменение цен в известных пределах неожиданно или случайно наступит, то имущество хотя и будет иначе распределено, но вследствие этого не уменьшится.

Если же желать достигнуть такого результата путем устранения всех возможных причин, служащих исходным толчком, безразлично находятся ли они в облаках или еще где-нибудь, то это нужно признать безнадежным делом. Средство можно скорее видеть в создании контроля мерила ценности всегда, когда что либо наступает, что, будучи предоставлено самому себе, может привести к ожиданию изменения общего уровня цен, Этот контрольный орган должен предпринять шаги, чтобы преодолеть это ожидание противопоставлением ему фактора, вызывающего противоположную тен-

денцию. Если бы даже подобная политика и не имела полного успеха,ни в отношении пресечения ожидания, ни в избежании действительных изменений, то все же это было бы шагом вперед по сравнению с политикой полной пассивности в период, когда колебания мерила ценности, под действием случайных причин и при отсутствии центрального контроля, могут вызвать ожидания, которые затормозят или совершенно разрушат производство.

Мы видим, что как повышающиеся цены, так и падающие имеют свои специфические недостатки. Инфляция, вызывающая первые, означает несправедливость по отношению к отдельным индивидам и к целым классам, в особенности к получателям ренты и является неблагоприятной для сбережений. Дефляция, обусловливающая падение цен, равнозначна с обнищанием рабочего класса и потерями для предпринимателя, поскольку она толкает последнего, в его стремлении избежать потерь, к сокращению производства и является поэтому губительной для рабочего рынка. С другой стороны, также не следует забывать, что дефляция связана с несправедливостью по отношению к должникам, а инфляция ведет к промышленной гипертрофии. Но эти явления не столь примечательны, как указанные выше, ибо должники находятся в лучшем положении, защищаясь от самых неблагоприятных влияний дефляции, чем кредиторы при инфляции, а рабочие более способны защищать себя от чрезмерной эксплоатации во время высокой кон'юнктуры, чем от оставления их за бортом во время плохой.

Итак, инфляция является несправедливой, а дефляция стесняющей хозяйственную жизнь. Из обоих зол наихудшим, пожалуй, является дефляция, если оставить в стороне такую чрезмерную инфляцию, как, например, в Германии, ибо в обедневшем мире хуже вызвать безработицу, чем разочаровать класс рантье. Но нет нужды соразмерять одно с другим. Легче согласиться на том, что обе представляют зло, которое нужно избегать. Индивидуалистический капитализм сегодняшнего дня именно потому, что он предоставляет накопление индивидуальному рантье, а производство индивидуальному предпринимателю, основан на предпосылке устойчивой денежной единицы и не может преуспевать—быть-может даже и существовать—без таковой.

Исходя из всего этого, мы должны освободиться от недоверия к регулированию мерила ценности путем сознательных мероприятий. Мы не можем денежную единицу предоставить самой себе, причислить ее к категории вещей, отличительным признаком которых, правда, в различной степени, является то, что они созданы так, как, например, погода, норма рождаемости или государственный строй—словом явлениям, регулируемым естественными причинами, или являющимися следствием отдельных актов многих независимо действующих индивидов, или, наконец, таким, для изменения которых потребовалась бы революция.

ГЛАВА ВТОРАЯ.

Государственные финансы и изменения ценности денег.

I. Инфляция, как средство обложения.

Всякое правительство, например, германское или русское, может существовать долгое время, печатая бумажные деньги. Это значит, что оно может получить, таким образом, распоряжение над реальными рессурсами, рессурсами столь же реальными, как и те которые поступают налоговым путем. Средство это дискредитировано, но действительность его, в известных пределах, неоспорима. Правительство может при его помощи существовать, если иным путем оно более существовать не может. Оно является той формой налогового обложения, уклониться от которой труднее всего, и вместе с тем доступной проведению для всякого самого слабого правительства, если даже оно ничего больше провести не может. Такова была описанная выше прогрессирующая и катастрофическая инфляция, практиковавшаяся в центральных и восточно-европейских странах, в противоположность ограниченной и колеблющейся инфляции и Великобритании и Соединенных Штатах.

Количественная теория денег утверждает, что количество наличных денег, в котором общество нуждается, предполагая известными навыки в коммерческой и банковской сфере, а также определенными уровень и распределение богатств,—зависит от уровня товарных цен. Если потребление и производство товаров остается неизменным, то, при увеличении вдвое цен и заработной платы, потребуется для оборота двойная против прежнего денежная наличность. Было бы глупо оспаривать правильность высказанного положения при условии правильной его формулировки и ограничения. Теория делает из него тот вывод, что совокупная реальная ценность всех обращающихся бумажных денег остается приблизительно одинаковой, вне зависимости от количества единиц, находящихся в обращении, при условии, что привычки и благосостояние общества остаются неизменными,—т.-е., что общество в форме денежной наличности располагает более или менее неизменной массой наличных реальных благ. Это равносильно утверждению, что общее количество циркулирующих денег обладает более или менее прочной покупательной силой. [1])

Допустим, что в обращении находится 9 миллионов бумажных знаков, и что в своей совокупности они представляют ценность в 36 миллионов

[1]) Ср. гл. III. § I.

золотых долларов. [1]) Далее допустим, что правительство вновь выпустило 3 милл. бумажек, так что общая сумма их равна теперь 12 миллионам. Согласно вышеприведенной теории, 12 мил. бумажных денег должны иметь ту же ценность, т.-е., 36 милл. долл. Таким образом, в первом случае каждая бумажка имеет ценность 4 долл. а во втором случае 3 долл. В результате, 9 милл. бумажек, первоначально бывших в руках населения, имеют теперь ценность 27 милл. долл., вместо 36 милл., а 3 милл., вновь выпущенные правительством,—ценность в 9 милл, долларов. Таким путем правительство, отпечатав дополнительно бумажные деньги, приобрело от населения (has transferred from the public to itself) сумму равную 9 мил. дол. точно так же, как если бы оно эту сумму взыскало налоговым путем.

На кого же упал этот налог? Очевидно на обладателей первоначальных 9 милл. бумажных денег, которые обесценились по сравнению с прежними на 25%. Инфляция свелась к налогу в 25% на всех обладателей бумажек в меру их наличности у каждого. Тяжесть налога распределена, от него нельзя уклониться, он не сопряжен с расходами по взиманию и поражает свою жертву сообразно ее богатству. Нет ничего удивительного, что поверхностные преимущества этого налога так очаровывают министров финансов.

В течение некоторого времени подобный налог даже больше приносит правительству, чем следовало бы по приведенному расчету. Ибо в начале новые бумажные деньги можно сбыть по той же цене, как если бы все еще имелось лишь 9 милл. бумажек. Только, когда новые бумажки появляются в обращении и их начинают расходовать, только тогда замечают, что ценность бумажек меньше, чем прежде.

Что же может заставить правительство отказаться от повторения этого процесса? Читатель мог заметить, что общая ценность бумажных денег все еще равна 36 милл. долл. Если правительство напечатает еще 4 милл. бумажек, то их всего окажется 16 милл., каждая из которых, согласно вышеприведенному расчету будет иметь ценность 2,25 долл., вместо 3. Правительство путем выпуска этих 4 милл. бумажек точно так же, как и раньше получило с населения 9 милл. долларов. Обладатели бумажек снова уплатили соразмерно своей наличности 25% налога.

Как и другие виды налогов и это обложение, если оно чрезмерно и не соразмеряется с богатством общества, должно уменьшить благосостояние последнего и понизить уровень его жизни, а при более низком уровне жизни, общая ценность циркулирующих денег падает; но все же для оборота она еще достаточна. Однако это обстоятельство мало отражается на налоговом воздействии инфляции. Даже если общая ценность оборота падает вдвое или на две трети прежней величины, что сопряжено с огромным понижением жизненного уровня, то это только означает, что количество бумажек, которое должно выпускать правительство, чтобы достигнуть определенного результата, соответственно должно быть повышено. Но все же при помощи этого средства правительство все еще может извлекать значительные доли общественного излишка.

---

[1]) Аргументация упростится, если мы оставим в стороне то обстоятельство, что ценность золота, выраженная в товарах, сама колеблется, а также оставим в стороне вопрос о том, можно ли вообще в ценности валюты, выраженной в золоте, видеть грубый масштаб ценности в реальных «рессурсах.»

Кейнс, беря это соотношение, которое может несколько спутать русского читателя, имеет ввиду английские фунты стерлингов, которые по паритету равны почти 5 долларам (т.-е. 10 рублям или точно 9 р. 45½ коп.), а ныне колеблются по курсу между 4 и 4½ долларами. *Примеч. редактора.*

Но разве нет у населения никаких путей, чтобы защитить себя от подобного утонченного грабежа. У него остается только один выход — изменить свои привычки в пользовании деньгами. Неизменность привычек общества в пользовании деньгами являлась предпосылкой, на которой покоилась наша аргументация.

Опыт показывает, что население в общем очень медленно уясняет себе положение и находит из него выход. Вначале изменение привычек совершается даже в обратном направлении и облегчает положение правительства. Население до того привыкло к мысли, что деньги являются конечной мерой ценности, что в начальный период повышения цен оно считает его преходящим и потому сберегает деньги и воздерживается от затрат в уверенности, что оно стало обладателем большей реальной ценности в денежной форме, чем раньше. Аналогичным образом, когда падение реальной ценности денег отражается в вексельных курсах, иностранцы полагают, что падение является необычным и временным и скупают валюту ожидая ее повышения.

Но рано или поздно наступает вторая фаза. Население приходит к убеждению, что владельцы бумажек несут особый налог и покрывают правительственные расходы и оно начинает изменять свои привычки и старается свести к минимуму свою бумажную наличность. Этого можно достигнуть различным путем: 1) Вместо хранения неприкосновенной части своих резервов в денежной форме, население помещает их в различные устойчивые предметы, напр., драгоценности, или предметы домашнего обихода. 2) Население может сократить суммы, ассигнованные на домашние расходы, а также средний промежуток времени, в течение которого эти суммы расходуются [1]), часто даже ценой больших личных неудобств. Во многих сделках, где естественнее и удобнее было бы пользоваться отечественной валютой, прибегают к иностранной валюте. При помощи всех этих средств можно несколько улучшить свое положение и обойтись количеством бумажек, имеющих в целом значительно меньшую реальную ценность, чем прежде. Так, например, бумажное обращение может иметь ценность 20 милл., вместо прежних 36 милл., и новый налог от инфляции, падающий таким образом на меньшую ценность, должен быть процентуально более высоким, чтобы собрать нужную сумму.

Если население поддается панике скорее, чем меняет свои привычки, и для избежания потерь старается свои рессурсы в денежной форме свести к уровню ниже возможного минимума, а ежедневную потребность в наличных деньгах покрывать кредитом,—то оно, как это было в Германии в 1923 г., расплачивается за это чудовищными ставками за денежный кредит. Ставки растут, как мы это видели в предыдущей главе, пока они не равняются с предполагаемым обесценением денег или даже не обгоняет его. Всегда во время быстрого обесценения денег возможно наступление

[1]) В Москве стремление не держать у себя денег дольше возможно наикратчайшего срока достигло одно время чудовищных размеров. Если торговец продавал фунт сыра, то он мчался со своими рублями, так быстро как только ноги позволяли, на центральный рынок, чтобы незамедлительно пополнить запас путем обмена денег на сыр, дабы они тем временем не потеряли своей ценности. Таким образом, лавочник оправдал предсказания экономистов о так наз. „скорости обращения". В Вене в период краха на каждом углу выростала меняльная контора, где можно было обменять кроны через несколько минут после их получения на швейцарские франки, не подвергаясь риску обесценения их в течение времени потребного для того, чтобы дойти до настоящего банка. Сложился анекдот про одного осторожного господина, который при заказе в кафе стакана пива тут же заказывал и другой стакан, предпочитая пить отстоявшееся пиво, лишь бы избегнуть могущего наступить тем временем повышения цен.

повторяющихся периодов острого недостатка в платежных средствах, так как население в своем рвении избавиться от денег, забывает запастись тем минимумом, в котором оно, действительно, нуждается.

Хотя экономисты время от времени и описывали это явление, так наз., «возрастающей скорости оборота»—вследствие потери доверия к деньгам, тем не менее я полагаю, что только в немногих произведениях экономической литературы дается ясный анализ этого явления. Статья проф. Кеннана. «Применение аппарата спроса и предложения к денежной единице» (Economic Journal декабрь 1921 г.) является одной из самых замечательных. Он утверждает, что общее допущение, что «эластичность спроса на деньги постоянна» равнозначаще утверждению, что одно только изменение количества денег не влияет на готовность и привычки населения облекать покупательную силу в эту форму. Но при резко выраженных изменениях это допущение не оправдывается; иначе та сумма, которую правительство могло бы извлекать из населения путем инфляции, была бы безгранична. Поэтому допущение о неизбежном постоянстве эластичности спроса является опасным. Это выясняет проф. Lehfeldt в одном из позднейших номеров Economic Journal (декабрь 1922 г.) при рассмотрении некоторых случаев фактической эластичности спроса на деньги в новейшее время. Он нашел, что с июля 1920 года по апрель 1922 года эластичность спроса на деньги упала в среднем в Австрии на 73%, в Польше—67%, в Германии—50%.

Так в последних стадиях инфляции чудовищный рост скорости обращения оказывал в такой же мере или даже большей влияние на повышение цен и ухудшение валютных курсов, чем самый рост бумажного обращения. Органы, выпускающие бумажные деньги часто жалуются, как на несправедливый и ненормальный факт на то, что бумажные деньги в своей ценности пали н и ж е, чем это соответствовало бы увеличению бумажного обращения. Но в действительности это не так; мы имеем здесь дело только с результатам особого способа избегать тяжелого обложения, оставшегося еще доступным населению и который сам по себе, прежде чем финансисты это обнаружат, может парализовать действие закона о постоянстве эластичности спроса на деньги.

Тем не менее, поскольку население вообще прибегает к деньгам, правительство и дальше может извлекать средства путем инфляции. К тому же привычка к употреблению денег в текущем обиходе так велика, что население готово скорее платить инфляционный налог, чем отказаться от употребления денег, конечно, предполагая, что этот налог не становится запретительным. Как и все жизненные потребности, и пользование деньгами может быть обложено налогом, и хотя по разным основаниям применение такого рода налога является в высокой степени вредным, все же правительство может д л и т е л ь н о применять инфляцию и при этом даже в том случае, когда это становится в общем ясным для населения, если только суммы, получаемые таким путем, не превосходят всякую меру. Точно так же, как может быть повышен дорожный сбор за пользование улицами или налог с оборота при торговых операциях, может быть повышен налог на пользование деньгами. Чем выше дорожный сбор или налог с оборота, тем меньше уличное движение или торговый оборот и тем меньше вкладывается сюда денег. Но пользование дорогой иногда так необходимо, сделка представляется настолько выгодной, денежные платежи так удобны, что только уж очень высокие налоги могут парализовать всякое движение, всякий торговый оборот, всякие денежные выплаты. Правительство должно сознавать, что налог может оказаться невыгодным даже, если он и не имеет запретительного характера, и что умеренное обложение скорее может принести наивысшую пользу, чем чрезмерное.

Допустим, что инфляция такова, что ценность денег ежегодно падает наполовину и допустим, что наличные деньги, потребные населению для закупки в магазинах, обращаются сто раз в течение года, (т.-е. в кармане каждого остаются в среднем полнедели). В таком случае, налог от инфляции будет как бы равен налогу с оборота предприятия в $^1/_2$ % с каждой сделки. Население предпочтет платить этот налог, чем испытывать неудобства и стеснения от натурального обмена при пользовании, напр., трамваем и при покупках у торговцев. Даже, если ценность денег ежемесячно падает вдвое, население, путем сокращения своих карманных денег до того, что они обращались бы раз в день, вместо двух раз в неделю,—может свести этот налог к двум процентам от каждой сделки или точнее к 2 пенсам за 1 фунт стерл. Даже и эта пугающая степень обесценения все еще недостаточна, чтобы уничтожить преимущества употребления денег в розничной торговле и в повседневном обиходе сравнительно с натуральным обменом. Это об'яснеяет, почему в Германии и России при заключении многих сделок в мелкой торговле обычно еще прибегают к бумажным деньгам.

В отношении других задач, выполнению которых служат деньги в современном обществе, инфляция оказывает парализующее влияние уже в значительно более ранней стадии. Например, деньги перестают быть средством сбережения ценности, как только становится очевидной неизбежность дальнейшего обесценения их. Как единица ценности для отчетов, договоров и балансов деньги быстро теряют свое значение, хотя монопольный характер находящихся в обращении денежных знаков, как законных платежных средств для погашения долгов препятствует их исчезновению из договоров и балансов, как это должно было бы иметь место.

В конечной стадии инфляции, когда употребление законных денег для всех целей, помимо мелких затрат, исчезает, инфляционный налог становится сам собою невозможным. Ибо в этом случае общая ценность

ГЕРМАНИЯ.	Бум. обращение в миллиардах бум. марок.	Количество бум. марок, равное 1 зол. марке.	Ценность бум. обращения в миллиардах зол. марок.
Декабрь 1920 г.	81	17	4,8
„ 1921.	182	46	2,7
Март 1922	140	65	2,2
Июнь „	180	90	2,0
Сентябрь „	331	349	0,9
Декабрь „	1.292	1.778	0,7
Февраль 1923	2.266	11.200	0,2
Март „	4.956	4.950	1,0
Июнь „	17.000	45.000	0,4
Август „	116.000	1.000000	0,116

бумажных денег, достаточная для удовлетворения минимальных потребностей населения, выражается относительно небольшой цифрой, и правительство может расчитывать лишь в этих пределах на дальнейший доход от инфляции, если оно не хочет довести ее до той точки, за которой деньги и в отношении расходов по домашнему обиходу выйдут из употребления. Так разбивается в руках тех, кто им пользуется, могущественное орудие в результате его чрезмерного употребления. Оно приводит к совершенному развалу всей фискальной системы. Быть может на этом развале в приливах и отливах хозяйственной жизни народов возродится новая, улучшенная и достойная удивления денежная система. Московский червонец и австрийская крона стали уже более устойчивыми, чем франк или лира.

Опыт Германии, Австрии и России является прекрасной иллюстрацией ко всему сказанному. Нижеследующие таблицы показывают ценность в золоте бумажного обращения этих стран в различные периоды времени:

АВСТРИЯ.	Бум. обращение в миллиард. бумажн. крон.	Количество бум. крон, равное 1 золот. кроне.	Ценность бумажн. обращ. в миллион. зол. крон.
Июнь 1920 г.	17	27	620
Декабрь „	30	70	430
Декабрь 1921	174	533	326
Март 1922	304	1.328	229
Июнь „	550	2.911	189
Сентябрь „	2.278	14.473	157
Декабрь „	4.080	14.473	282
Март 1923.	4.238	14.363	295
Август „	5.557	14.369	387

Особенности каждой стадии здесь наглядно выявляются. Таблицы прежде всего показывают, как быстро в период крушения денежного обращения степень обесценения денег обгоняет рост бумажного обращения. В период крушения германской марки, начиная с декабря 1920 года, степень обесценения временами в два раза превышает размер инфляции. В июне 1923 года ценность бумажных денег упала, сравнительно с декабрем 1920 г. в 2.500 раз, тогда как бумажное обращение увеличилось за это время только в 200 раз. Цифры, приведенные относительно Австрии, касаются более поздней стадии разрушения денежной системы. Но если данные относительно Австрии на июнь 1920 г. мы сравним с данными для Германии на декабрь 1920 г., то развертывание событий между этой датой и сентябрем 1923 г. приблизительно таково же, как в Германии между декабрем 1920 г. и маем 1923 г. Данные о России в общем выявляют те же основные черты.

РОССИЯ.	Бум. обращение в миллиард. бумажн. рублей.	Количество бум. рублей, равное 1 золот. рублю. [1])	Ценность бум. обращения в миллионах золот. р.
Январь 1919 г.	61	103	592
„ 1920.	225	1.670	134
„ 1921.	1.169	26.000	45
„ 1922.	17.539	172.000	102[2])
Март „	48.535	1.060.000	46
Май „	145.635	3.800.000	38[3])
Июль „	320.497	4.102.000	78
Октябрь „	815.486	6.964.000	117
Январь 1923.	2.138.711	15.790.000	135
Июнь „	8.050.000	97.690.000	82[4])

Все эти таблицы относятся к периоду, когда значительное обесценение денег уже наступило и денежная ценность всего бумажного обращения была значительно ниже нормальной [5]). Во всяком случае, в начале этого времени положение было таково, что все еще ожидали восстановления валюты, и население в общем не имело никакого представления о том, что его ожидает. Данные таблиц показывают, что общая ценность бумажного обращения падает на $^4/_5$, с этого момента развитие идет вперед, употребление денег все сокращается, за исключением мелкой торговли. Как результат величайшего испуга и подавленности, временами может наблюдаться и дальнейшее падение; но пока деньги еще не исчезли совершенно из оборота, может наступить известный предел, когда малейшего благоприятного обстоятельства достаточно, чтобы вызвать несомненное улучшение.

Временное оздоровление германской валюты после катастрофы в феврале 1923 года свидетельствует о том, что может наступить момент, если только деньги еще остаются в обороте, когда достигается известный предел для дальнейшего падения и создается техническая ситуация, облегчающая возможность известного улучшения. Когда ценность денежного обращения в золоте падает до очень низкой цифры, правительству очень легко, если оно располагает хотя бы небольшим количеством иностранной валюты, предупредить на известное время дальнейшее падение денег. Стрем-

[1]) За 1923 г. цифры Госплана, за предыдущий период Московск. Коньюнктурн. Института.

[2]) Повышение вследствие введения денег в обороты государственных предприятий, как результат нового курса экономической политики.

[3]) Наиболее низкая цифра за все время.

[4]) Падение должно быть отнесено на счет введения червонца (см. в последующем тексте).

[5]) Довоенное денежное обращение Германии оценивалось приблизительно в 6 миллиардов золот. мар. или 100 зол. мар. на душу населения.

ление населения избавиться от пользования деньгами создает чрезвычайные затруднения и неудобства, и малейшее увеличение доверия к деньгам приводит к усиленному пользованию ими и повышает общую ценность бумажного обращения. Эти условия были в наличности в Германии в феврале 1923 г. Германское правительство оказалось в состоянии при неблагоприятных политических условиях в два месяца повысить курс марки вдвое при одновременном увеличении бумажного обращения более чем вдвое. Ценность бумажного обращения в золоте была таким образом доведена до состояния, бывшего за 6 месяцев до того. Если бы восстановилось хотя бы относительное доверие к деньгам, можно было бы довести ценность бумажного обращения, скажем, до 2 миллиардов марок. Это кажется тот низший предел, на котором ценность бумажного обращения могла бы длительно держаться, без того, чтобы каждый в своем стремлении держать у себя как можно меньше денег, принимал бы на себя непосильное бремя. В период улучшения обращения, правительство опять оказывается в состоянии путем выпуска бумажных денег получить в свое распоряжение значительное количество наличных средств.

В Австрии, где к моменту окончания этого труда, стабилизация денежного обращения имеет уже годичную давность, мы встречаемся, одновременно с повышением доверия к деньгам, с тем же явлением; именно, ценность бумажного обращения в золоте поднялась приблизительно в два с половиною раза по сравнению с наихудшим положением в сентябре 1922 года. Стабилизация при помощи иностранного капитала сделала возможным, вследствие увеличения доверия к деньгам, повышение бумажного обращения без опасности для самой стабилизации, а с течением времени, вероятно, позволит и дальнейшее значительное развитие эмиссии.

И в России, кажется, наступает своеобразное равновесие. Последняя фаза инфляции наступила здесь в середине 1922 года. К этому моменту инфляция в течение 6 месяцев усилилась в 10 раз [1]) и привела к падению общей ценности бумажного обращения до 4 милл. ф. ст., что очевидно для русского оборота, даже при теперешнем его масштабе, недостаточно. Была достигнута точка, когда бумажный рубль вообще исчез из обращения. Приблизительно в это время я имел возможность беседовать в Генуе с некоторыми финансистами Советской России. Они всегда отличались бо́льшей сознательностью и продуманностью в области денежной политики, чем другие. Они утверждали тогда, что бумажный рубль, при законной принудительности его, может иметь хождение для определенного рода сделок, может и при минимуме реальной ценности его быть в обращении, если даже население в конечном счете ждет наверняка полного обесценения его. Исходя из этих соображений всегда возможно извлекать ежегодно, скажем, 3—4 милл. ф. ст., даже если ценность рубля падает ежегодно от 10 до 100 раз (с зачеркиванием ежегодно для упрощения счета определенного количества нулей). Действительно, в следующем году в России не без успеха стали проводить эту политику и при инфляции немногим большей чем 100% в каждые 3 месяца, им удалось общую ценность бумажного обращения повысить вдвое против наиболее низкой нормы. Так, за год с апреля 1922 г. по апрель 1923 г. была извлечена сумма для покрытия государственных расходов равная приблизительно 15 милл.

[1]) Позднейший опыт повсюду повидимому показывает, что возможна инфляция на 100% в каждые три месяца без окончательного устранения употребления денег из розничной торговли, но дальнейшее обострение инфляции можно допустить лишь с опасностью полного крушения денежной системы.

ф. ст. только путем зачеркивания одного единственного нуля в денежной единице за целый год! [1]). Одновременно советская власть, в целях создания надежного средства сбережения ценности, а также в качестве основы для внешней торговли, вводит новую денежную единицу (червонец или золотой дукат) со свободным разменом на принципе стандарта фунта стерлингов, параллельно, однако, с бумажным рублем, все еще неизбежным, как средство обложения. До сего дня новые банкноты отличаются полной устойчивостью. В августе 1923 года обращение их равнялось приблизительно 16 милл. с ценностью около 16 милл. фунт. стерлинг. Вексельный курс их был вполне устойчив, Государственный Банк обменивал червонцы на фунты стерлингов по паритету [2]). К средине 1923 г. общая ценность бумажного обращения в России, считая хорошие и плохие деньги вместе, достигла значительной цифры в 25 милл. ф. ст. против едва лишь 4 милл. ф. ст. ко времени Генуэзской конференции (в мае 1922 года); это явный показатель возвращающегося доверия к бумажным деньгам и восстановления денежного режима. Россия дает поучительный пример (по меньшей мере для текущего момента) параллельного существования здоровых денег для крупных оборотов и разменных денег для повседневных нужд, прогрессирующее обесценение которых является лишь терпимым налогом на оборот.

Крушение германского денежного обращения, бывшее главной причиной падения министерства Куно в августе 1923 г., было не столько следствием использования инфляции, как средства обложения — ведь к этому средству прибегали много лет подряд,—сколько следствием доведения н о р м ы (rate) инфляции до такого предела, что она почти парализовала текущий оборот и сделала совершенно невозможным употребление законных денег, как счетной единицы. Мы уже видели, что в отношении розничной торговли бóльшее значение имеет н о р м а (rate) обесценения [3]), чем абсолютный уровень обесценения по сравнению с каким-либо предшествующим периодом.

В средине 1922 г. я оценивал доходы германского правительства от печатного станка в грубых цифрах от 75 до 100 милл. ф. ст. в год. До этого момента повышению доходности от печатного станка способствовала скупка германской марки иностранными спекулятивными кругами. Тем не менее само германское население уплачивало налога в этой форме, вероятно, более чем в сумме 50 милл. ф. ст. Так как ценность германского бумажного обращения еще в декабре 1920 года (см. табл. на стр. 29) составляла 240 милл. ф. ст. и даже в средине 1922 г. не упала ниже

---

[1]) Советское правительство совершенно открыто усматривало в инфляции средство обложения и само высчитывало покупательную силу, обеспеченную таким образом государству.

Эти цифры таковы. 1918 г. . . . . 525 милл. зол. руб.
1919 „ . . . . . 380 „ „ „
1920 „ . . . . . 186 „ „ „
1921 „ . . . . . 143 „ „ „
1922 „ янв.—март . 58 „ „ „

или в совокупности 130 милл. ф. ст.

[2]) До сих пор червонец имеет обыкновенно некоторый лаж, а именно:

15 марта 1923 г. 1 черв. равнялся 1,07 ф. ст.
17 апреля „ 1 черв. „ 1,05 „ „
15 июня „ 1 черв. „ 0,94 „ „
27 июля „ 1 черв. „ 1,05 „ „

[3]) Этим не вполне удачным термином: н о р м а инфляции или обесценения (rate) Кейнс имеет в виду выразить то, что мы называем в русской экономической литературе т е м п о м его.

Примечание редактора.

100 милл. ф. ст.,—то такая степень обесценения хотя и была достаточна, чтобы уничтожить марку, как средство сбережения ценности или единицу счета, но вместе с тем, не уничтожала пользования деньгами в текущем обиходе. Однако во второй половине 1922 года население уже в достаточной степени приучилось к экономии в пользовании маркой, как деньгами, и ценность общей эмиссии свелась уже к 60 милл. ф. ст. Первое влияние занятия Рура сказалось, как мы видели, в сокращении эмиссии до минимума, и население должно было приспособить к этому свои привычки. Это привело к временному оздоровлению в марте 1923 г. В средине 1923 г. население ограничивалось денежным обращением общею ценностью едва лишь в 20 милл. ф. ст. В течение всего этого времени германское правительство путем эмиссии получало еженедельно по 1 мил. ф. ст. Это означало бы еженедельное обесценение в 5% даже в том случае, если бы население не было в состоянии еще более понизить совокупную ценность обращения, а на практике, при дальнейшем стремлении обходиться без марки в текущем обороте, ее обесценение могло бы достигнуть и 10% в неделю.

Расходы связанные с занятием Рура, при полном крушении других налоговых источников, привели в мае и июне 1923 г. к тому, что германское правительство при помощи печатного станка начало еженедельно извлекать сначала 2 милл., а затем 3 милл. ф ст. При бумажном обращении с общей ценностью в это время едва в 20 милл. ф. ст., это означало доводить инфляционное обложение до нелепой и разрушительной нормы. Социальный распад, обусловленный внезапным стремлением вообще обходиться без марки, быстро привел к падению кабинета Куно [1]). Предел был достигнут, когда в последние дни министерства Куно правительство в течение одной недели увеличило эмиссию вдвое и при общей ценности бумажного обращения в это время в 4 милл. ф. ст. извлекло 3 милл. ф. ст.,—явление которое оставляет далеко позади себя самые смелые мероприятия советского правительства.

Когда этот труд выйдет в свет, преемники Куно или разрешат эту проблему или споткнутся об нее. Создание пригодной денежной единицы является первым необходимым шагом. Оно является предпосылкой выхода Германии из того порочного круга, в какой она попала. Правительство не в состоянии ввести хороших денег, ибо печатание плохих денег за отсутствием иных доходов является его единственным рессурсом. И все же создание пригодной денежной единицы—предпосылка восстановления нормальных источников дохода. Лучший путь, поэтому, это пользование еще в течение некоторого времени плохими деньгами, как источником дохода, но вместе с тем немедленное создание стабильной счетной единицы, как предпосылки восстановления нормальных источников доходов, с ежедневным официальным установлением курса таковой по отношению к плохим деньгам.

---

[1]) Несомненно следует признать, что неудача Куно в смысле неспособности руководства финансами и государственным банком неизбежно должна была привести к этому. В этот катастрофический период никто из ответственных за руководство германской финансовой политикой лиц не принял ни одной разумной меры, не проявил ни малейшего понимания происходящего. Доходы от печатного станка не были даже монополизированы правительством, и Гавенштейн и в дальнейшем позволял германским банкам получать из них свою долю, поскольку векселя германских банков учитывались имперским банком, из процентов, ни в коем случае не соответствовавших степени обесценения. Только в конце августа имперский банк стал требовать возвращения части убытков от обесценения марки (в пересчете по курсу доллара), имевших место за время предоставления кредита.

Новейшая история германского финансового хозяйства может быть вкратце охарактеризована так. Инфляционный налог в начальной его стадии был чрезвычайно доходным для финансового управления, поскольку иностранная спекуляция все еще пред'являла спрос на марку. Но инфляция все больше и больше разрушала германскую марку, как годную для пользования счетную единицу, одним из следствий чего было прогрессирующее падение доходности налогового обложения. Ведь большинство налогов неизбежно уплачивается спустя некоторое время после раскладки. Отпадение других источников доходов ставило финансовое управление во все большую зависимость от инфляции, пока население не стало в такой мере избегать пользования законными деньгами, что даже инфляционный налог уже ничего не давал, и правительству в буквальном смысле слова грозило банкротство. В этой стадии финансовая организация страны была уже так расстроена и ее социально-хозяйственная организация так расшатана—совсем как в России за 18 месяцев до этого,—что, казалось, неразрешимой проблемой найти пути и средства существования правительства в переходную эпоху, пока заново не будет создан нормальный аппарат для взимания государственных налогов. К этому присоединялась борьба с Францией, еще более затруднявшая положение. И все же проблема отнюдь не неразрешима; здесь возможен ряд мероприятий и выход в конце концов будет несомненно найден.

* * *

Обычно полагают, что при финансировании правительства путем инфляции народ свободен от обложения. Но мы уже видели, что это не соответствует действительности. То, что получают путем печатного станка равносильно, например, взиманию налога с пива или подоходному налогу. Расходы правительства должны покрываться населением. Непокрытого дефицита не существует. Но в некоторых странах, по крайней мере в течение известного времени, можно заслужить явное одобрение и удовлетворение населения путем выдачи за уплаченные налоги красиво выгравированных квитанций на бумаге с водяными знаками. Квитанции, которые получают по уплате подоходного налога обычно бросают в корзину; в Германии их называли банкнотами и прятали в бумажник, во Франции их называют «рентой» и сохраняют в фамильном денежном шкафу.

II. Обесценение денег или налог на капитал.

В предыдущем параграфе мы видели, в какой мере правительство может использовать инфляцию для получения необходимых средств на покрытие государственных расходов. Но инфляция приходит в этом отношении на помощь государству и иным путем, а именно путем облегчения (reducing) тяжести лежащих на нем обязательств, поскольку таковые имеют денежное выражение. Эти обязательства относятся, главным образом, к сфере внутренней задолженности. Каждый шаг по пути обесценения явно влечет за собой соответственное уменьшение реальных требований держателей ренты к государству.

Было бы слишком циничным приписывать правительству у м ы ш л е н н о е обесценение валюты для достижения указанных результатов. Но в общем, оно вынуждается к этому, или полагает, что вынуждается, необходимостью покрытия государственных потребностей. Внезапные чрезвычайные расходы—во время войны или для оплаты последствий поражения—обычно являются, как полагают, первопричинами, в р е м е н н о й инфляции. Но основная при-

чина длительного обесценения, т.-е. девальвации или политики удерживания в течение длительного времени ценности денег на низком уровне, к которому их привела временная нужда,—заключается в том, что восстановление валюты до прежнего уровня привело бы к невыносимой высоте ежегодных платежей по национальному долгу.

Но в подобных случаях есть и другое средство, помимо девальвации, при предположении, конечно, что противники последней готовы прибегнуть к нему (чего обычно они не делают),—а именно, налог на капитал. Задачей этого параграфа является отчетливое выявление альтернативного характера этих обоих средств, ведущих к уменьшению притязаний рантье, в тех случаях, когда договорные обязательства государства, облеченные в денежную форму, составляют значительную часть национального дохода.

Ни в одной социальной организации, как в античной так и современной, активные и трудящиеся слои не согласятся отдавать классу рантье или держателей обязательств больше определенной части своего дохода. Когда нагроможденные долги требуют больше, чем это представляется терпимым, то при трех возможных исходах прибегают обычно только к одному из двух. Первый заключается в аннулировании (Repudiation) обязательств. Но если не считать эпох революций, этот способ кажется слишком грубым, умышленным и бьющим в глаза при его применении; поэтому к такому исходу применительно к внутренней задолженности без революции в Западной Европе не прибегают.

Второй исход заключается в обесценении денег, которое превращается в девальвацию, когда оно установлено и закреплено законом. В европейских странах, недавно вышедших из состояния войны, на этот путь уже в известной степени стали, что уменьшило реальное бремя задолженности на 50—100%. В Германии национальный долг был таким образом ликвидирован целиком и облигационеры потеряли все. Во Франции реальный долг составляет лишь треть того, чем он был бы при сохранении франком паритета, а в Италии он составляет только четверть. Мелкие вкладчики безропотно, как это показывает опыт, относятся к этому неслыханному грабежу в то время, как они несомненно опрокинули бы любое правительство, еслибы последнее попыталось более планомерным и справедливым путем отнять хоть незначительную часть их достояния.

Но приведенное обстоятельство вряд ли может послужить оправданием для применения подобного средства. Косвенные вредные влияния его также весьма многочисленны. Вместо того, чтобы распределить бремя между всеми имущими классами сообразно определенной скале, оно всей тяжестью ложится на обладателей процентных бумаг, щадит капиталистов—предпринимателей, даже обогащает их, и поражает мелких вкладчиков одинаково с владельцами крупных состояний. Здесь придерживаются линии наименьшего сопротивления и ответственность не может быть возложена на отдельных лиц. Это, так сказать, целительное средство самой природы, незаметно начинающее действовать, когда политический организм не осмеливается взяться за собственное лечение.

Наконец, к последнему методическому и практическому средству, к налогу на капитал, до сих пор еще никогда не пытались прибегнуть в сколько-нибудь значительном масштабе, да и вряд ли прибегнут. Это средство продуманно и планомерно, но его трудно отстоять и оно наталкивается на глубокие предрассудки, поскольку оно вступает в конфликт с вкоренившимися инстинктами, касающимися денег. Пациент не желает подвергнуться тяжелой операции, если он не сознает и не оправдывает ее целей.

Если обесценение валюты уже произошло, я бы все же не рекомендовал неумной и, вероятно, не поддающейся проведению политики возвращения вспять с помощью налога на капитал. Но, если бы выяснилось, что притязания рантье выходят за пределы возможного для налогоплательщика и если есть еще время для выбора между налогом на капитал и дальнейшим обесценением денег, то следует предпочесть налог на капитал, по соображениям как целесообразности, так и справедливости. Резким возражением против обесценения денег по сравнению с налогом на капитал является то обстоятельство, что первое падает исключительно на людей, состояние которых заключается в притязаниях в форме законных платежных средств и которые в общем среди капиталистов являются далеко не самыми богатыми. Обесценение исключает какую бы то ни было градацию, оно так же беспощадно захватывает мелкие сбережения, как и значительные, и одновременно благоприятствует капиталисту—предпринимателю, по причинам изложенным выше. К несчастью, мелкие рантье, больше всего страдающие от обесценения валюты, как раз оказываются наиболее консервативно настроенными, и больше всех протестуют против введения налога на капитал, в то время как, с другой стороны, предприниматели естественно предпочитают обесценение денег, которое их сильно не поражает, и даже фактически приводит к их обогащению. Совокупное влияние этих двух факторов приводит в общем к тому, что страна оказывает предпочтение несправедливому и разрушительному способу обесценения денег.

Есть высокочтимая и имеющая большое влияние на общественное мнение группа, страстно отвергающая любое из этих средств и одинаково обрушивающаяся и на девальвацию и на налоги на капитал на том основании, что они нарушают неприкосновенную святость обязательств. Правильнее было бы сказать—святость господствующих интересов, ибо вряд ли изменение законных платежных средств или поимущественный налог являются в какой либо мере незаконными или противоречащими тому, что было до них. Но подобные люди упускают из виду один из самых важных социальных принципов, а именно, радикальное различие между правом индивида уклоняться от исполнения обязательств и правом государства на господство над существующими интересами; и поэтому подобные лица являются злейшими врагами того, что они хотят защитить. Ибо ничто не может так охранять святость обязательств между индивидами, как неограниченная власть государства изменять то, что стало невыносимым. Власть непрерывного ростовщичества черезчур велика. Если бы нарастание процентов непрерывно продолжалось и без всякого облегчения охватило бы ряд поколений, то одна половина населения превратилась бы в рабов другой. Точно также то обстоятельство, что государству во время войны легче заключать займы, чем взимать налоги, не должно вести к тому, чтобы налогоплательщик навсегда превратился в раба рантье. Те, кто полагает, что в подобных случаях государство должно находиться в одинаковом положении с отдельными индивидами, обрекают индивидуалистическое общество нуждающееся в известных сдержках, на исчезновение.

Эти выводы казалось бы очевидны; но опыт показал, что многие консервативно настроенные банкиры предпочитают (это избавляет также от излишнего умственного напряжения) перенести общественную дискуссию о финансовых проблемах из области логической в область «моральную», т.-е. в область, где господствующие интересы без всякой дальнейшей дискуссии могут торжествовать над общественным благом. Это, конечно, делает их малонадежными руководителями в опасный переходный период.

При нормальных условиях государство не должно упускать из виду огромного значения прочности и доверия в хозяйственной жизни. Но когда надлежит принять великие решения, государство является суверенным организмом, назначение которого заботиться о благе целого. Когда мы поэтому вступаем в область государственных мероприятий, все должно быть обсуждено и взвешено по заслугам. Изменения в области обложения наследств, подоходного налога, землевладения, привилегий, законов об охране дичи, положения церкви, феодальных прав, рабства — во все времена подвергались тем же нападкам фанатиков нерушимой святости обязательств; они и являются фактически родоначальниками революции.

В Англии разрешение вопроса о налоге на капитал зависит от того, не представляется ли более легким или даже более практичным покрытие значительной части текущих военных расходов посредством займов, а не путем налогов, превосходящих силы налогоплательщиков. Высокие ставки наследственного налога, равно как и подоходного налога и дополнительное обложение непроизводительных доходов, которыми значительно понижается чистый доход класса рантье [1])—меняют дело. Несмотря на это, непосредственно после войны казалось, что нормальный бюджет трудно будет свести без дефицита, что трудовые доходы должны быть обложены от 6 до 10 шиллингов с фунта, и налог на капитал считался поэтому неизбежным. В настоящее время это уже подлежит сомнению. Трудно еще предсказывать, во что выльется нормальный бюджет, и многое зависит от того уровня, на котором стабилизируется уровень цен в фунтах стерлингов. Если уровень цен значительно понизится, вследствие ли политики восстановления прежнего золотого паритета или по иной причине, налог на капитал окажется неизбежным. Но если уровень цен стабилизируется на 80—100% выше довоенного времени—что является желательным и по иным основаниям — и если благосостояние страны вновь восстановится, тогда, вероятно, представится возможность балансировать бюджет и без обложения производственных доходов и без налога на капитал. Налог на капитал с практической точки зрения легко проводим и против него приходится возражать не больше, чем против всякого нового налога соответствующей тяжести. Тем не менее проведение его, как и всех новых налогов, не может обойтись без трений и вряд ли правильно рассматривать этот налог лишь как суррогат существующего налога с аналогичным действием. Этот налог является наиболее практическим и справедливым средством для распределения налогового бремени между накоплением капитала в прошлом и плодами усилий в настоящее время, когда по общему мнению страны, последние больше всего затронуты тяжелым налоговым прессом. Налог не может рассматриваться как таковой сам по себе, но только в сравнении с другими возможностями. Опыт показывает, что производящая часть населения не согласится длительное время много платить в пользу господствующих классов, и если неизбежное приспособление не произойдет одним путем, то произойдет другим—повидимому, путем обесценения валюты. В некоторых странах бремя внутреннего долга рано или поздно сделает девальвацию неизбежной. Для иллюстрации достаточно остановиться на примере Франции,—страны абсолютизма всяческого рода.

В конце 1922 г. внутренняя задолженность Франции, если оставить совершенно в стороне внешнюю, превысила 250 миллиардов франков. Дальнейшие займы, включенные в бюджет, и займы по восстановлению увеличат

[1]) Чистый доход французских рантье превышает 6%, тогда как английские получают немногим более 3%.

ее приблизительно до 300 миллиардов. Ежегодные платежи по этому долгу составят 18 миллиардов. Обыкновенные доходы по провизорному бюджету [1]) на 1923 г. исчислены круглым счетом в 23 миллиарда. Но это значит, что платежи по долгу в скором времени при курсе франка, каким он был в начале 1923 г., почти целиком поглотят налоговые поступления. Так как другие статьи государственных расходов в обыкновенном бюджете (т.-е. за исключением военных пенсий и расходов по восстановлению) не могут быть сведены менее чем к 12 миллиардам в год, то отсюда следует (даже при мало вероятном допущении, что расходы по чрезвычайному бюджету будут покрыты Германией), что налоги должны быть повышены на 30% для того, чтобы привести баланс в равновесие. Если тем временем франк обесценится, скажем, до 100 за фунт стерл., то обыкновенный бюджет мог бы быть сбалансирован только путем извлечения из реального дохода страны сумм не только превышающих все поступления 1922 года. При таких условиях очень трудно, если не невозможно, отказаться от услуг дальнейшей инфляции. Что же можно сказать о тех, кто еще серьезно помышляет о восстановлении паритета франка? Ведь в таком случае и теперь уже невыносимое бремя притязаний рантье повысится приблизительно в три раза. Немыслимо, чтобы французский налогоплательщик возложил это на себя. Если-бы благодаря чуду паритет франка и был восстановлен, то он не удержался бы. Новая инфляция, вследствие недостаточности налоговых поступлений, опять обесценила бы франк.

И это при предположении полного отсутствия внешней задолженности и допущении, что все бремя чрезвычайного бюджета возьмет на себя Германия,—условия, которые при нынешних условиях не могут быть оправданы. Это обстоятельство свидетельствует с несомненностью, что франк не вернется к своему паритету.

Франция должна добиваться равновесия своего бюджета путем повышения налогов, сокращения расходов и облегчения своей задолженности классу рантье. Я нисколько не сомневаюсь, что французское население, точно так же, как и до сих пор, сочтет дальнейшее обесценение—сводимое обычно к «злой воле» Германии или маккиавелизму Лондона и Нью-Иорка—более консервативным, добропорядочным и более отвечающим интересам мелких вкладчиков, чем правильно проведенный налог на капитал.

Если мы хотим заглянуть в будущее, то мы должны будем признать, что курс франка нельзя надолго улучшить путем спекуляции или путем воздействия на торговый баланс, или же авантюрой в Рурской области, а все зависит от того, какую часть производительных доходов французский налогоплательщик пожелает отдать, чтобы удовлетворить домогательства французских рантье. Курс франка будет падать до тех пор, пока товарная ценность денег, причитающихся рантье, упадет настолько, что она сравняется с той частью национального дохода, которая соответствует привычкам и сознанию страны.

---

[1]) Предварительные исчисления часто не оправдываются и могут впоследствии разойтись с приведенными данными, но не настолько, чтобы опровергнуть нашу аргументацию. De Lasteyrie с гордостью утверждал, что дальнейшее обесценение франка с момента составления им бюджета привело к увеличению сумм поступлений во франках.

ГЛАВА ТРЕТЬЯ.

Теория денег и валютных курсов.

Тяжелые последствия колебаний валюты уже изложены нами с достаточной подробностью [1]). Эта глава посвящена изложению теоретических оснований, на которых покоятся практические предложения заключительной главы. Большинство академических трудов, посвященных денежной теории, до последнего времени исходило из предпосылки о золотом базисе, в виду чего денежная теория прежде всего должна быть согласована с существующей системой неразменных бумажных денег.

I. Количественная теория денег.

Эта теория является основоположной. Ее соответствие действительности вне сомнения [2]). Тем не менее представление о ней часто бывает ложным и защита ее часто неправильной. Выражение Гошена, брошенное им 60 лет тому назад о том, «что многие люди не могут спокойно перенести утверждения о соответствии уровня цен величине бумажного обращения», еще до сих пор остается в силе.

Теория исходит из того, что полезность денег основана на их меновой ценности, т.-е. на полезности тех благ, которые на них можно купить. Все остальные ценные об'екты, кроме денег, сами по себе годны к употреблению. При предположении делимости и подвижности денег, общая полезность их увеличивается вместе с их массой; правда, наростание происходит не вполне пропорционально массе, но во всяком случае до предела насыщения это наростание должно происходить.

Если в качестве денег пользуются такими предметами, как золото, которое само по себе, независимо от употребления его в качестве денег, может быть использовано и для других целей, то положение несколько усложняется, если даже теория в корне и останется неизменной. При существующих условиях мы можем не рассматривать этих осложнений. Бумажные деньги сами по себе не имеют никакой полезности и, оставляя в стороне их покупательную силу в качестве денег, лишены какой бы то ни было ценности.

---

[1]) Часть этой главы неизбежно трактует вопросы, которые для непосвященного окажутся значительно труднее, чем остальная часть книги. Читатели, для которые вопросы теоретического порядка стоят на втором плане, могут соответствующие места опустить,

[2]) «Количественная теория часто принимается или отвергается так, как если бы она состояла из ряда предпосылок, правильных или ложных. В действительности же применяемые для изложения этой теории, формулы являются лишь средством уяснения систематического взаимоотношения важнейших причин, определяющие ценность денег». (Pigou).

Сообразно с этим, потребность публики направлена не на столько то граммов или квадратных метров или даже не на столько то фунт. стерл., бумажных денег, [1]) а на такое их количество, которое является достаточным для уплаты еженедельной заработной платы, или для покрытия счетов, или предположенных издержек по путешествию, или же для покрытия ежедневных закупок в магазинах. При большем количестве наличных денег, чем это требуется для подобных целей, на излишек покупают товары или ценные бумаги, или его кладут в банк, который пускает его дальше в оборот, или же, наконец, его копят у себя. Таким образом количество бумажных денег, которое обычно находится на руках у населения, определяется ничем иным, как суммой покупательной силы, потребной для населения. Сумма покупательной силы частью зависит от благосостояния населения, частью от его привычек. Благосостояние населения изменяется лишь постепенно, привычки же в пользовании деньгами изменяются быстрее, напр., в зависимости от получения доходов еженедельно, ежемесячно, или по кварталам года, в зависимости от забора в магазинах за наличный расчет или по книжке, от предпочтения держать деньги в банке, от того, прибегают ли чаще к небольшим чекам или реже, но к крупным, копят ли деньги дома или нет. Но если благосостояние населения и привычки в отношении пользования деньгами остаются неизменными, то сумма покупательной силы, выраженная в деньгах, становится строго определенной. Эту сумму покупательной силы мы можем измерить при помощи единицы, представляющей собой группировку определенных количеств главнейших потребительных благ или иных покупаемых об'ектов, как, напр., товаров, группируемых с целью получения прожиточных индексов. Мы назовем такую единицу «единицей потребления» и предположим, что население желает иметь количество денег, имеющее покупную силу k единиц потребления. Далее, предположим, что в обращении находится n бумажных денег или иных платежных средств, и что p является ценой единицы потребления (т.-е. p это индекс «стоимости жизни»). Тогда $n=pk$. Эта формула и выражает собою знаменитую теорию денег. Поскольку k остается неизменным, n и p одновременно могут повышаться или понижаться, т.-е., чем больше или меньше количество бумажных денег, тем пропорционально выше или ниже уровень цен.

До сих пор мы допускали, с одной стороны, что вся потребность населения в покупательной силе покрывается наличными деньгами, и с другой стороны, что эта потребность является единственным источником спроса на наличные деньги. Мы, таким образом, оставили в стороне то обстоятельство, что население, включая и деловой мир, с той же целью прибегает к банковским вкладам и чекам, для чего банки должны иметь наличные резервы. Но теория может легко охватить и этот факт. Предположим, что население, включая и деловой мир, находит удобным держать эквивалент k единиц потребления в форме наличных денег, а эквивалент дальнейших k' единиц в банках, как вклады, могущие быть истребованными при посредстве чеков и что, далее, банки часть r своих текущих обязательств по отношению к публике (k') обеспечивают наличными деньгами. Мы получаем тогда формулу:

$$n=p(k+rk')$$

[1]) Кейнс употребляет здесь и дальше термин „currency notes“ (рассчетные знаки), т.-е. имеет в виду ту конкретную форму казначейских бумажных денег, которая была создана в Англии мировой войной. *Примечание редактора.*

Поскольку k,k' и r остаются неизменными, мы приходим к тому же заключению, что и раньше, т.-е. что n и p могут только одновременно увеличиваться или уменьшаться. Соотношение между k и k' зависит от степени использования населением банковых учреждений, а абсолютная ценность этих величин зависит вообще от привычек населения, наконец, ценность r определяется банковской практикой. Поскольку, следовательно, эти величины остаются неизменными, всегда сохраняется прямое взаимоотношение между количеством наличных денег (n) и уровнем цен (p) [1]).

Мы видели, что высота k и k' частью зависит от благосостояния общества, частью от его привычек. Привычки сообразовываются с оценкой преимуществ от обладания наличными деньгами пред расходованием их или же помещением их куда-либо. Равновесие достигается, когда преимущества от обладания наличными деньгами уравновешиваются преимуществами от расходования денег или их помещения. Это положение не может быть лучше охарактеризовано, чем словами д-ра Маршалла:

„В любом состоянии общество пожелает иметь часть своих доходов в форме денег; эта часть может быть одной пятой, десятой, или двадцатой. Свободное распоряжение своими средствами в форме денег содействует легкому и беспрепятственному обороту и укрепляет торговлю; с другой стороны, средства могут быть облечены в мертвую форму, в случае помещения капитала по своему вкусу: напр., при дальнейшем приобретении движимости или когда денежный доход находит помещение в дальнейшем обзаведении машинами или в покупке скота". Точная доля устанавливается „после взвешивания, с одной стороны, преимуществ возможности всегда распоряжаться своими средствами, а, с другой стороны, неудобства держать их таким образом, что они не дают прямого дохода или иных выгод. Допустим, что все обитатели страны (таким образом мы охватываем все различия характеров и профессий) привыкнут к тому, чтобы в среднем держать у себя наличными одну десятую своих ежегодных доходов и одну пятидесятую своего состояния; тогда общая ценность денежной массы в стране будет иметь тенденцию равняться сумме этих долей" [2]).

---

[1]) Наше изложение следует более основным линиям, намеченным проф. Pigou (Auarterly Journal of Economics, Nov 1917) и д-ром Маршаллом (Money, Credit and Commerce, I,IУ), чем, более известному анализу проф. Ирвинга Фишера. Вместо того чтобы исходить от количества наличных денег, имеющихся у населения, проф. Фишер начинает с торгового оборота, приводимого в движение деньгами, и скорости, с какой каждая денежная единица оборачивается. В конце концов это одно и то же, и очень легко от нашей формулы перейти к формуле проф. Фишера; но наш подход к проблеме кажется нам менее искусственным и более приближающимся к наблюдаемым фактам, чем метод проф. Фишера.

[2]) „Money, Credit and Commerce" I,IУ.З.—Д-р Маршалл в примечании далее отмечает, что изложенное выше является дальнейшим развитием традиционных воззрений на этот предмет, Петти полагал, что для нации достаточным количеством денег была бы „сумма составляющая половину арендной платы от всего землевладения Англии, еженедельный доход всего населения и одну четверть ценности всех экспортируемых товаров". Локк считал, „что пятидесятая часть заработной платы, четверть арендной платы от землевладения и одна двадцатая ежегодного оборота посредников были бы достаточны, в виде наличных денег для приведения в движение торговли каждой страны." Кантильон после долгих и основательных изысканий приходит к выводу, что потребная сумма должна составлять одну девятую часть всей продукции страны, или, что по его мнению одно и то же, одну треть земельный ренты. Адам Смит сильнее затронут скептицизмом и говорит: „нет возможности определить это отношение, хотя многие ученые определяют его в одну пятую, десятую, двадцатую и тридцатую общей ценности годичного производства". В современных условиях нормальное отношение денежного обращения к национальному достоянию заключается между одной десятой и пятидесятой.

Покуда нет повода к разноречиям. Ошибка, которая часто допускается несведущими сторонниками количественной теории и которая частично служит об'яснением, почему эта теория не является общепризнанной, заключается в следующем.

Каждый признает, что в процессе развития изменяются привычки населения в употреблении денег и банковских кредитов, а равно изменяется практика банков в отношении их резервов. Эти навыки и привычки являются отображением изменений в сфере хозяйственной и социальной организации. В противоположность этому часто предполагали, что изменение массы обращающихся денег само по себе не может оказать влияния на величины k, r и k', т.-е., выражаясь математически, что n является независимой переменной в отношении указанных величин. Отсюда якобы должно следовать, что произвольное удвоение n, (только что было признано, что это само по себе не влияет на k, r и k')—должно повлечь удвоение p, по сравнению с тем, каким оно было раньше. Количественную теорию часто понимают именно в такой или в аналогичной форме.

„С птичьего полета" это повидимому так и обстоит. Если бы по окончании американской гражданской войны американский доллар был стабилизован и законно закреплен на 10% ниже его современной ценности, то можно было бы легко допустить, что n и p возросли бы на 10% больше их действительной величины и что тогдашние ценности k, r и k' были совершенно подвержены их влиянию. Но взгляд с птичьего полета плохой руководитель для анализа существующего положения вещей. С птичьего полета мы все покажемся мертвецами. Экономисты слишком облегчили бы свою задачу и лишили бы ее какой бы то ни было ценности, если бы они во время бури могли нам только сказать, что когда шторм будет далеко позади океан вновь успокоится,

Реальная же действительность показывает, что изменение n конечно может отразиться и на k, k' и r. Достаточно привести несколько типических примеров. До войны (в течение и долгого времени после начала войны), резервная политика банков, в особенности эмиссионных банков в отношении их золотых запасов, была преимущественно традиционной и произвольной. Эти резервы сохранялись больше для показа, чем для употребления и величина их не являлась следствием обдуманного плана. В период с 1900 по 1914 год банки обнаруживали тенденцию задерживать золото, когда оно к ним притекало и очень неохотно с ним расставались, когда вслед за приливом наступал отлив. Соответственно этому они имели тенденцию, когда золото стало относительно обильным, задерживать то, что попадало в сферу их влияния и в процентном отношении, таким образом, увеличивать свои резервы. Следствием этого было то, что увеличившаяся добыча южно-африканского золота оказала меньшее влияние на уровень цен, чем это было бы в том случае, если бы увеличение n совершенно осталось без влияния на r.

В аграрных странах, где крестьяне охотно припрятывают деньги, инфляция, особенно в первых ее стадиях, не ведет к соответствующему повышению цен, так как, если при известном повышении цен на земледельческие продукты, деньги и в большем количестве текут в карманы крестьян, то они там застревают. Крестьяне припрятывают соразмерно большую часть своих поступлений, ибо считают себя соответственно богаче.

Таким образом, величины нашего уравнения обнаруживают тенденцию к устойчивости в отношении p и известное сопротивление, препятствующее совершенно адэкватному изменению p при умеренном изменении n.

С другой стороны, сильное изменение n, преодолевающее изначальное препятствие, вызовет не точно соразмерное, а более сильное изменение p. В особенности это будет иметь место, когда причины, обусловившие увеличение n, вызовут всеобщее ожидание дальнейших изменений в том же направлении.

После общего анализа инфляции в главе I-ой и изложения примеров катастрофической инфляции в главе II-ой, вряд ли есть необходимость в дальнейшем раз'яснении этого. Теперь люди скорее усваивают, чем десять лет тому назад. Сильное изменение p глубоко затрагивает индивидуальные состояния. Поэтому наступившее изменение и даже ожидание его сильно влияет на привычки населения в пользовании деньгами. Население будет пытаться защищать себя от подобных потерь в будущем и будет стараться извлекать пользу или избегать потерь в переходный период от состояния равновесия, соответствующего первоначальной ценности n, к состоянию равновесия, отвечающего новой ценности n. Так, после изменения n, во время него, а также и до него, поскольку можно предвидеть такое изменение, наблюдается его отраженное влияние на k, k' и r. Вследствие этого, изменение p, по меньшей мере временно, но может быть и длительно (ибо навыки и привычки будучи раз изменены, не восстанавливаются в точности), не будет точно соответствовать изменению n.

Выражения инфляция и дефляция разными авторами употребляются различно. Было бы правильным увеличение или уменьшение n обозначить как инфляцию или дефляцию наличных денег, а уменьшение или увеличение r как кредитную инфляцию или дефляцию. Для „кредитного цикла“ (мы сейчас обращаемся к анализу смены высокой кон'юнктуры и депрессии) характерной является тенденция k и k' уменьшаться в период высоких кон'юнктур и возрастать в период депрессии независимо от изменений n и r; эта тенденция такова, что она означает уменьшение или увеличение „реальных“ вкладов (т.-е. ежедневно подлежащих истребованию вкладов перечисленных на их покупательной силе). Мы можем поэтому это явление назвать инфляцией или дефляцией реальных вкладов.

Уравнение „количественной теории“ вообще и явление дефляции и инфляции реальных вкладов в частности—уясняются, если мы вместо символов возьмем какие-либо фактические величины. Нижеследующий пример не претендует на полную точность, и его цель скорее уяснить мысль, чем дать точные статистические данные. Октябрь 1920 г. был (приблизительно) конечным моментом последнего периода высокой кон'юнктуры, а октябрь 1922 г. был предельным моментом депрессии. В эти два момента времени уровень цен (если принять данные октября 1922 г. за 100), обращение наличных денег (обращение денежных знаков плюс депозиты частных лиц в Английском банке) [1]) и банковские вклады в Англии представлялись в следующем виде:

Уровень цен.	Обращение наличн. денег	Банковые вклады.
Октябрь 1920 г. : 150	585.000.000 ф. ст.	2.000.000.000
Октябрь 1922 г. : 100	504.000.000 „ „	1.700.000.000

[1]) Меня слишком отвлекло бы от непосредственного предмета изложения, если бы я хотел об'яснить, почему я остановился на таком определении «наличных денег» применительно к Англии. Это об'яснено ниже в главе V.

Величина r в оба эти момента сильно не изменилась, и была равна, скажем приблизительно $12^0/_0$. Соответственно этому наше уравнение принимает следующей вид, [1])

Октябрь 1920 г.: $n = 585$ $p = 1{,}5$ $k = 230$ $k' = 1333$
Октябрь 1922 г.: $n = 504$ $p = 1{,}0$ $k = 300$ $k' = 1700$

k во время депрессии повысилось с 230 до 300 и k' с 1333 до 1700. Наличные деньги населения в октябре 1920 г. составляли 23/30, а вклады в банках 1333/1700 их денности по сравнению с октябрем 1922 года. Отсюда явствует, что в этот промежуток времени повышательная тенденция k и k' имела бо́льшее влияние на падение цен, чем дефляция наличных денег. Если бы k и k' вернулись к исходному положению 1920 г., цены повысились бы на $30^0/_0$ без всякого изменения количества наличных денег или банковских резервов. Таким образом, даже в Англии колебания k и k' могут иметь решающее влияние на уровень цен, а какое невероятное влияние эти колебания при господствующих ныне условиях имеют в России и в Средней Европе, мы уже видели выше.

Результат нашего анализа, который читателю надлежит сохранить в памяти, пока мы доберемся до главы IV и V, тот, что уровень цен не есть нечто таинственное, а что он определяется совершенно ясными и об'яснимыми причинами. Две из них, а именно n и r, находятся (по крайней мере должны находиться) в руках центральных банков. Третьей, а именно k и k', мы непосредственно овладеть не можем, и она зависит от настроения населения и делового мира. Стабилизация цен не только на продолжительное время, но и в смысле избежания периодических колебаний, заключается частично в стабилизирующем воздействии на k и k', а поскольку это не удается или кажется нецелесообразным, в воздействии на n и r в том направлении, чтобы уравновесить колебания k и k'.

Обычный способ такого стабилизирующего давления на k и k', в особенности на k', это учетная политика. Повышательная тенденция k' может в известной степени быть пресечена понижением учетного процента, так как более дешевый кредит уменьшает преимущество обладания бо́льшими наличными суммами для покрытия возможных затрат. Дешевые деньги содействуют также нивелировке повышения k', ибо поощрение прибегать к банковскому кредиту препятствует возрастанию r или даже содействует его падению. Но сомнительно, являются ли учетные ставки сами по себе всегда достаточно сильным средством, и если мы желаем добиться стабилизации цен, то мы должны быть готовы при надобности к изменениям n и r.

Наше исследование ведет к признанию за эмиссионными банками и органами, регулирующими денежное обращение, весьма важной обязанности безусловного и действительного овладения n и r. Когда, например, мы имеем дело с обложением путем инфляции, n находится в зависимости от других, а не исключительно валютно-технических целей, и потому овладеть им полностью нельзя. И далее, в противоположном случае, при золотом базисе, n не всегда поддается овладению, ибо находится в зависимости от нерегулируемых сил, которыми определяется спрос и предложение золота на мировом рынке. Наконец, без центральной эмиссионно—банковской системы r не всегда может быть правильно регулируемо, так как оно определяется независимыми друг от друга мероприятиями многих различных банков.

[1]) Ибо $585 = 1{,}5\ (230 + 1333\ .\ 0{,}12)$ и $504 = 1\ (300 + 1700.\ 0{,}12)$.

В настоящее время в Великобритании мы вполне овладели как r, так и n, пока мы с одной стороны будем остерегаться инфляционных финансовых источников, а с другой стороны возврата к нерегулируемому золотому базису [1]). Вторая обязанность власти—это применение принудительного регулирования к n и r для выравнивания изменений k и k'. Даже если k и k' совершенно ускользают от влияния продуманной политики регулирования,—чего в действительности нет, то и тогда путем соразмерных изменений величин n и r можно до известной степени содействовать стабилизации p.

Представители старой школы, — приверженцы здоровых принципов денежного обращения, переоценивают необходимость поддерживать на неизменном уровне n и r и аргументируют так, как будто эта политика сама по себе *может дать надлежащие результаты*. Я далек от подобных взглядов и даже полагаю, что устойчивость n и r при колебании k и k' может привести к колебанию уровня цен. Периодические колебания в первую голову вызываются не изменениями n или r, а изменениями k и k'. Отсюда следует, что эти периодические колебания могут быть устранены, если мы готовы планомерно повышать или понижать n и r при наличности симптомов колебания k и k'. Я затронул здесь таким образом важную тему, которая выходит за пределы нашей непосредственной задачи и которой посвящена V-ая глава. Но эти вскользь брошенные замечания покажут читателю, как далеко можно зайти, если обратиться к выяснению сложных случаев, вытекающих из столь несложного уравнения количественной теории.

II. Теория паритета покупательной силы.

Количественная теория трактует о покупательной силе или товарной ценности валюты определенной страны. Сейчас мы переходим к рассмотрению относительной ценности двух валют различных стран, т.-е. к теории международных валютных курсов.

Если бы валюты всего мира почти целиком основывались на золотом базисе, то относительная их ценность (другими словами валютный курс) зависела бы от количества золота в каждой денежной единице, с небольшими поправками в пределах стоимости пересылки металла из одного места в другое.

Но если этот общий масштаб отсутствует, и мы вместо него встречаем ряд независимых друг от друга систем неразменных бумажных денег, то что же собственно определяет валютный курс, согласно которому обмениваются единицы разных валют?

Об'яснение мы находим в учении, которое исторически восходит к Рикардо, а в последнее время развито проф. Касселем под названием „паритета покупательной силы“ [2]).

---

[1]) Сказанное в большей или меньшей степени относится и к Соединенным Штатам, поскольку Federal Reserve Board готово принять на себя издержки по сохранению избыточного золота.

[2]) Это выражение вошло в экономическую литературу со времени помещения Касселем одной статьи в „Economic Journal“ (дек. 1918 г.). Имеющие важное значение взгляды Касселя подробно изложены в его книге „Деньги и валютные курсы после 1914 года“ (1922 г.). Теория эта восходит в существе своем к Рикардо.

Это учение в немногих словах может быть выражено так: 1) Покупательная сила неразменных бумажных денег в пределах собственной страны, т.-е. их внутренняя покупательная сила, зависит от денежной политики правительства и привычек населения в отношении денег, соответственно только что изложенной количественной теории денег. 2) Покупательная сила неразменных бумажных денег в пределах другой страны, т.-е. их внешняя покупательная сила, должна равняться валютному курсу между собственной страной и чужой, помноженному на покупательную силу чужой валюты в ее собственных пределах. 3). В состоянии равновесия, если только принять во внимание расходы по транспорту и отчисления при ввозе и вывозе, внутренняя и внешняя покупательная сила должна быть равна, ибо иначе произойдет сдвиг в области торговли, в целях использования этого несоответствия. 4) Из пунктов 1, 2 и 3 следует, далее, что валютный курс между отечественной и иностранной валютой в состоянии равновесия должен иметь тенденцию к уравнению покупательной силы отечественной валюты—внутри страны и иностранной валюты—за границей. Это отношение между покупательной силой валют каждой из стран называют „паритетом покупательной силы".

Если внутренняя и внешняя покупательная сила отечественной валюты сильно расходится, или, что то же самое, валютные курсы значительно удаляются от паритета покупательной силы,—то из этого следует, что равновесие отсутствует и что в дальнейшем неизбежно вмешательство сил, содействующих сближению валютных курсов и паритета покупательной силы. Валютные курсы часто более чуствительны и подвижны, чем паритеты покупательной силы. Курсы зависят от спекуляции, внезапного перемещения вкладов, сезонных влияний и ожидания предстоящих изменений паритета покупательной силы, находящихся в зависимости от соответствующей инфляции или дефляции. С другой стороны, валютные курсы могут отставать от развития указанных факторов. Тем не менее, согласно этому учению паритет покупательной силы соответствует старому золотому паритету. Это тот предел, вокруг которого колеблются курсы и где они в конце концов приходят в состояние покоя. Здесь только та разница, что этот предел сам не фиксирован. Ведь если внутренние цены обеих сравниваемых стран расходятся, перемещается также и паритет покупательной силы, так что равновесие может быть восстановлено не просто путем изменения валютных котировок, но и изменением самого паритета покупательной силы.

На первый взгляд эта теория имеет как-будто большое практическое значение, и многие пытались на основании таблиц, показывающих отклонения валютных курсов от паритета покупательной силы, делать важные практические заключения о дальнейшем движении курсов. Этих исследователей не отпугивала и проблема причин уклонения от равновесия: заключаются ли они в движении курсов, паритета покупательной силы или и в том и другом.

При практическом применении этого учения возникают дальнейшие две трудности, которые до сих пор мы оставляли без рассмотрения. Обе эти трудности вытекают из слов: „принимая во внимание расходы по транспорту и отчисления при ввозе и вывозе". Первая трудность заключается в определении, каким образом можно принять во внимание эти издержки и отчисления? Вторая в том, как рассматривать покупательную силу в отношении товаров и услуг, которые вообще находятся вне международной торговли?

Изложенное учение, в той форме, в какой оно обычно применяется, пытается устранить первое затруднение путем допущения, что процентное различие между внешней и внутренней покупательной силой может быть усмотрено из сравнения текущего момента с каким-либо временем, принимаемым за исходный момент, обычно с 1913 годом, когда приблизительное равновесие признается фактически существовавшим. Напр., вместо прямого определения цены известной группы товаров внутри страны и за границей прибегают к такого рода расчетам. В Соединенных Штатах, скажем, на 2 дол. можно приобрести товары, которые в 1913 году могли быть приобретены за 1 дол., а в Англии требуется 2,43 ф. ст. для покупки того, что в 1913 г. можно было приобрести за 1 ф. ст. На этом основании (при этом предполагается, что довоенный паритет покупательной силы находится в соответствии с довоенным курсом 4,86 дол. = 1 ф. ст.) нынешний паритет покупательной силы доллара и фунта стер. равняется 4 дол.=1 ф. ст., ибо $4{,}86 \times 2 \diagdown 2{,}43 = 4$.

Против такого исчисления прежде всего возникает то возражение, что, как известно, расходы по транспорту и таможенные сборы во многих случаях существенно отклоняются от положения бывшего в 1913 г., в особенности, если сюда включить все предписания относительно ввоза и вывоза, считая и запрещения, и официальные и полуофициальные мероприятия, касающиеся диференцирования экспортных и внутренних цен. Мы не получили бы того же результата, если бы за основу для исчисления взяли иной, а не 1913 год.

Второе затруднение, а именно, определение покупательной силы в отношении товаров, не являющихся предметом международной торговли, еще значительнее. Если мы ограничимся только об'ектами международной торговли и примем во внимание точно исчисленные расходы по транспорту и таможенные сборы, то мы убедимся, что теория — за исключением небольших периодов приспособления—всегда будет согласоваться с фактами, так как паритет покупательной силы здесь не может резко уклониться от валютных котировок. Международный торговец следит за движением валютных курсов и паритета покупательной силы и в случае временных уклонений он может извлекать выгоду путем передвижения товара. Цены на хлопок в Нью-Йорке, Ливерпуле, Гавре, Гамбурге, Генуе и Праге в долларах, фунтах стерлингов, франках, марках, лирах и кронах, на основе действительного, об'явленного на бирже валютного курса, а также учитывая таможенные сборы и расходы по пересылке хлопка из одного места в другое,—не расходятся сильно на сколько-нибудь продолжительное время. То же относится и к другим об'ектам международной торговли, но время приноровления должно быть более продолжительным, когда мы переходим к об'ектам не стандартизованным или рынок сбыта которых не достаточно организован. Фактически теория в таком понимании является чем то само-собой разумеющимся и лишена какого бы то ни было нового содержания.

Практическое применение изложенной теории этим не ограничивается. Стандартизованная группа взятых для сравнения товаров не ограничивается об'ектами, являющимися предметами экспорта и импорта сравниваемых стран. Это та самая группа, которая берется для индексов общей покупательной способности или „стоимости жизни" рабочих. Но применение теории в этой форме,—т.-е. сравнение движения о б щ и х индексов внутренних цен двух стран с движением их валютных курсов, — нуждается для того, чтобы теория оказалась правильной в дальнейшей предпосылке, а именно, движение внутренних цен на об'екты, не являющиеся

предметом, международного обмена для больших промежутков времени должно соответствовать движению цен на об'екты международной торговли [1]).

Это далеко не само собой разумеющееся положение, и в буквальном своем выражении оно вообще представляется неудовлетворительным. Можно сказать только, что оно сообразно обстоятельствам оказывается более или менее соответствующим действительности. Когда капитал и труд могут в большом масштабе беспрепятственно передвигаться без ущерба для их доходности из промышленности, работающей на внутренний рынок, в экспортную, когда движения в „уравнении обмена" (см. ниже) с другой страной не замечается и когда колебания цен сводятся к денежным влияниям, но не к изменениям хозяйственных отношений обеих стран, — при таких условиях указанная предпосылка является до известной степени обоснованной. Но это не всегда так бывает. Такая катастрофа, как война, с ее разнообразными влияниями на победителей и побежденных, приводит к новому уравнению обмена. Напр., может создаться более или менее длительное изменение, по крайней мере, на время репарационных платежей, меновых ценностей германского ввоза и вывоза, или тех об'ектов германской продукции и работы, которые могут быть предметом международной торговли, и тех, которые таковым быть не могут. Или, напр., усиление финансовой мощи Соединенных Штатов по сравнению с Европой, как следствие войны, изменит прежнее равновесие в пользу Соединенных Штатов. В подобных случаях неправильно допущение, что коэффициенты паритетов покупательной силы, вычисленные, как это обычно делают, с помощью текущих изменений индексов общей покупательной силы против довоенного времени,—должны в конце концов приблизиться к валютным курсам; неправильно также допущение, что внутренняя и внешняя покупательная сила в конце концов должна оказаться в таком же соотношении, как в 1913 г.

Индексы „Federal Reserve Board" для Соединенных Штатов показывают, как резко может выразиться нарушающее влияние изменения сравнительных цен начиная с 1913 года для импортируемых, экспортируемых товаров и всех товаров вообще.

	Импортные товары.	Экспортные товары.	Все товары.
1913 г.	100	100	100
июль 1922 г.	128	165	165
апрель 1923 г.	156	186	169
июль » »	141	170	159

Таким образом, теория не оказывается простым и скорым средством для суждения о «действительной» ценности валютных курсов. Если теория распространяется только на об'екты внешней торговли, то она бессодержательна. Если же теория выходит за эти пределы, то хотя идея паритета

[1]) Наше исчисление паритета покупательной силы строго основывается на предположении, что повышение цен в исследуемых странах затрагивает в одинаковой степени все товары. Если эт предпосылка отсутствует, валютный курс будет удаляться от исчисленного паритета покупательной силы.—Cassel „Money and Foreign Exchange after 1914", стр. 154.

покупательной силы и становится более интересной, но она перестает быть точным показателем движения валютных курсов. Поэтому при обычном способе определения паритета покупательной силы путем сравнения о б щ е й покупательной силы определенной страны внутри страны и вне ее, мы не должны делать заключения, что валютный курс нужно искать в паритете покупательной силы, или, что вопрос уравнения того и другого есть лишь вопрос времени и приспособления. В таком понимании паритет покупательной силы об'ясняет нам, имеющее важное значение относительное изменение покупательной силы денег напр., в Англии и Соединенных Штатах или Германии между 1913 и, скажем, 1923 годами, но он с необходимостью не устанавливает каким должно было бы быть в 1923 г. равновесие валютных курсов между фунтом стерлингов, долларом или маркой.

В таком понимании «паритет покупательной силы» заслуживает полного внимания, хотя он и не является точным предвестником валютных курсов. Практическое значение наших оговорок не должно быть преувеличено. Когда колебания паритетов покупательной силы значительно отличаются от колебаний валютных курсов, это свидетельствует об уже наступившем или имеющем наступить изменении относительных цен двух групп товаров: тех, которые являются об'ектом международного оборота и тех, которые таковым и не являются. Тогда возникает тенденция длительного взаимного влияния на цены этих двух групп товаров. Ее относительное значение зависит от глубоких хозяйственных и психологических причин, не легко поддающихся изменению. Поэтому, если, как это часто бывает, отклонение от прежнего равновесия главным образом сводится к денежным причинам (какова, напр., различная степень инфляции или дефляции в обеих странах), тогда разумно ждать через некоторое время вновь совпадения паритета покупательной силы и валютного курса.

Когда это действительно происходит, трудно сказать, имеем ли мы дело с движением валютного курса в отношении паритета покупательной силы или наоборот. Иногда, как это недавно было в Европе, валютные курсы оказывались более чувствительными, чем предстоящие относительные колебания цен, и колебались первыми. В других же случаях валютные курсы приходили в движение уже после полного фактического изменения отношений между внутренним и внешним уровнем цен. Но самое существенное в теории паритета покупательной силы для об'яснения валютных курсов, по моему мнению, заключается в том, что она во внутренней покупательной силе, для длительного периода времени усматривает более надежный симптом ценности, чем в валютных котировках, ибо внутренняя покупательная сила более быстро отображает денежную политику страны, которая и является конечной определяющей причиной. При более значительном падении валютных котировок, чем это оправдывается влиянием существующей или грядущей денежной политики на внутреннюю покупательную силу данной страны,— валютный курс рано или поздно должен улучшиться. Соответственно этому, при предпосылке отсутствия каких бы то ни было длительных изменений в коренных хозяйственных отношениях двух стран, и при дальнейшей предпосылке, что внутренняя покупательная сила валюты каждой страны достигла равновесия, соответствующего валютной политике власти,—валютный курс между валютами обеих стран с течением времени также достигнет точки, отвечающей внутренней покупательной силе валют обеих стран. При указанных предпосылках соответственная внутренняя покупательная сила заступает место прежнего золотого паритета, поскольку она является тем пределом, вокруг которого совершаются краткосрочные колебания валютных курсов.

Если, с другой стороны, эти предпосылки отсутствуют и происходят изменения в, так наз., «уравнении обмена» услуг и продуктов обеих стран, тогда состояние равновесия между паритетом покупательной силы и валютным курсом может надолго нарушиться. Подобные нарушения могут наступить вследствие перемещения капиталов, репарационных платежей, изменения относительной производительности труда или изменения мирого спроса на специальные продукты хозяйства данной страны и проч.

Это может быть пояснено на примере. Возьмем две страны, «Вестропу» и «Гесперидs», т.-е. Западную Европу и Соединенные Штаты, и ради простоты, а также и потому, что это часто соответствует фактическвму положению вещей, допустим, что в обеих странах цены экспортных товаров движутся в том же направлении, как и внутренних изделий, но «уравнение обмена» склоняется в пользу «Гесперид», так что меньшее, чем раньше число гесперидских товарных единиц может быть обменен на то же что и раньше количество продуктов «Вестропы». Из этого следует, что эти импортные товары в «Вестропе» повысятся в цене больше, чем цены вообще, в то время как в «Гесперидах» они повысятся менее значительно. Допустим, что с 1913 по 1923 г. индекс цен в «Вестропе» повысился со 100 до 160, причем индекс составлен так, что в каждом случае импортные товары составляют 20%, а внутренние изделия 80% целого, и что «равновесие обмена» отклонилось в пользу «Гесперид» на 10%, т.-е. на определенное количество гесперидских экспортных товаров можно будет купить на 10% больше против прежнего экспортных товаров «Вестропы». Тогда получим следующее [1]):

«Вестропа»:	Индекс цен ввозимых товаров (x)	167
»	» внутренних товаров (y)	152
»	» всех товаров	155
«Гесперидs»:	» ввозимых товаров (x^1)	148
»	» внутренних товаров (y^1)	163
»	» всех товаров	160

Отсюда следует, что паритет покупательной силы валюты «Вестропы» в 1923 г. по сравнению с 1913 годом равняется $\frac{160}{155}=103$; валютный же курс по сравнению с паритетом 1913 г. равняется $\frac{163}{167}=\frac{148}{152}=97$. В случае длительности ухудшения уравнения обмена «Вестропы» в отношении «Гесперид», паритет покупательной силы на базисе 1913 г. тоже долгое время будет выше уравнения ценности валютных котировок.

Склонность этих двух ценностных масс различно колебаться в отношении валюты какой-либо страны представляет в высшей степени интересный симптом. При длительной тенденции валютных курсов стоять ниже паритета покупательной силы, за неимением другого об'яснения, мы с некоторым основанием должны предположить о наступившем ухудшении «уравнения обмена» по сравнению с исходным годом.

В последующих диаграммах и таблицах данные о валютных курсах фунта стерл., франка, лиры и доллара 1919 года рассматриваются в свете вышеприведенной теории. Цифры показывают, что в общем, влияния, вызы-

[1]) Ибо $10x=11y$; $11x^1=10y^1$;
$8p+2x=1550$; $8p^1+2x^1=1600$.

вающие уклонения в точности от выводов теории паритета покупательной силы, взятые в целом, были незначительны по сравнению с факторами действующими в благоприятную для теории сторону. Вероятно, что в «уравнении обмена» с 1913 г. произошли некоторые нарушения, которые, видимо, яснее бы выявились, если бы индексы, которыми мы пользуемся в дальнейшем, не состояли преимущественно из цен товаров международного обмена. Тем не менее влияние всеобщего изменения цен, более или менее равномерного для всех товаров и обусловленного инфляцией или дефляцией денежного обращения, было таково, что теория фактически могла быть применена с удивительной точностью. При всем том в некоторых случаях, напр., в Германии, где уравнению обмена пришлось выдерживать во многих отношениях значительно более сильные колебания, нарушения соответствия между паритетом покупательной силы (если взять за основание 1913 г.) и действительными валютными курсами были, более или менее длительно, очень велики.

Первая из диаграмм, в которой ценность фунта стерлингов выражена в долларе, показывает, что несмотря на то, что паритет покупательной силы на базисе 1913 г. часто несколько выше валютного курса, все же замечается тенденция к совпадению того и другого. Обе кривые отклоняются друг от друга только на один пункт с сентября по ноябрь 1919 г., с марта по апрель 1920 г., в январе 1921 г., в сентябре 1921 г., с января по июнь 1922 г. и с февраля по июнь 1923 г. Это является отличным доказательством наличности тенденции к установлению соответствия между паритетом покупательной силы и валютным курсом. Можно было бы на основании нашей диаграммы притти к выводу, что финансовые влияния войны привели к уклонению равновесия паритета покупательной силы фунта стерлингов в пользу доллара от 1 до $2^1/_2\%$, если бы мы не должны были принять во внимание, что этот результат мог быть обусловлен нормальной ошибкой в силу выбора данной пары индексов вместо другой [1]). Очень интересно будет проследить также влияние выплаты процентов по задолженности Америке.

Эта диаграмма, равно как диаграммы, относящиеся к Франции и Италии, отчетливо показывает, как сильно валютные курсы подвержены сезонным колебаниям, в то время как паритет покупательной силы, естественно, менее подвержен им.

В отношении Франции кривые в конце 1919 г. совпадают, в 1920 г. расходятся, вновь сходятся в середине 1921 г. и остаются в таком положении, пока в конце 1922 г. опять не замечается расхождение.

В Италии, даже несколько неожиданно, положение было исключительно устойчивым, хотя, по имеющимся признакам, и здесь, как и во Франции и в Великобритании, война должна была бы вызвать легкое падение точки равновесия, а именно на 10% [2]). Паритет, если за исходный год считать 1913 г., оставался почти неизменно на уровне несколько выше валютного курса.

---

[1]) Все же если бы я взял индекс департамента торговли или Statist'a вместо индекса Economist'a, легкое ухудшение «индексного уравнения» в отношении Великобритании даже несколько увеличилось бы.

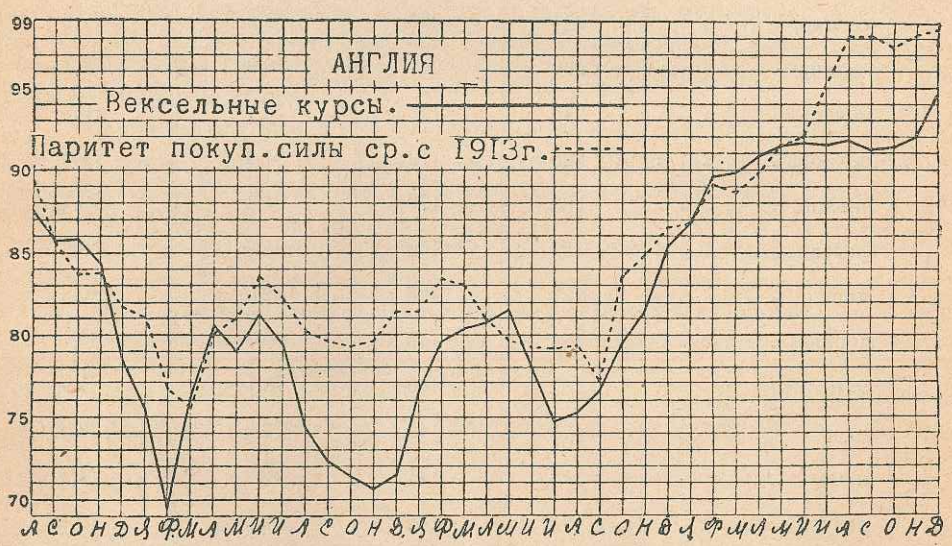
[2]) При применении иных итальянских индексов симптом этот обнаружился бы еще более явно. Таблица американских цен, приведенная выше, подкрепляет предположение, что «уравнение обмена» между Соединенными Штатами и всем остальным миром отклонилось в пользу первых на 10%.

I. Великобритания и Соединенные Штаты.

В процентах к паритету 1913 г.	ИНДЕКСЫ ЦЕН.		Паритет покупательной силы [3]).	Валютный курс (средн. месячный).
	Великобритания [1]).	Соединенные Штаты [2]).		
1919 г. август	242	216	89,3	86,7
„ сентябрь	245	210	85,7	85,8
„ октябрь	252	211	83,7	85,9
„ ноябрь	259	217	83,8	84,3
„ декабрь	273	223	81,7	78,4
1920 г. январь	289	233	81,0	75,6
„ февраль	303	232	76,6	69,5
„ март	310	234	75,6	76,2
„ апрель	306	245	80,1	80,6
„ май	305	247	81,0	79,0
„ июнь	291	243	83,5	81,1
„ июль	293	241	82,3	79,4
„ август	288	231	80,2	74,2
„ сентябрь	284	226	79,6	72,2
„ октябрь	266	211	79,3	71,4
„ ноябрь	246	196	79,7	70,7
„ декабрь	220	179	81,4	71,4
1921 г. январь	209	170	81,4	76,7
„ февраль	192	160	83,3	79,6
„ март	189	155	82,0	80,3
„ апрель	183	148	80,9	80,7
„ май	182	145	79,7	81,5
„ июнь	179	142	79,3	78,0
„ июль	178	141	79,2	74,8
„ август	179	142	79,3	75,1
„ сентябрь	183	141	77,0	76,5
„ г. октябрь	170	142	83,5	79,5
„ ноябрь	166	141	84,9	81,5
„ декабрь	162	140	86,4	85,3

I. Великобритания и Соединенные Штаты.

В процентах к паритету 1913 г.	ИНДЕКСЫ ЦЕН.		Паритет покупательной силы [3]).	Валютный курс (средн. месячный).
	Великобритания [1]).	Соединенные Штаты [2]).		
1922 г. январь	159	138	86,8	86,8
„ февраль	158	141	89,1	89,6
„ март	160	142	88,7	89,9
„ апрель	159	143	89,9	90,7
„ май	162	148	91,4	91,4
„ июнь	163	150	92,0	91,5
„ июль	163	155	95,1	91,4
„ август	158	155	98,1	91,7
„ сентябрь	156	153	98,1	91,1
„ октябрь	158	154	97,4	91,2
„ ноябрь	159	156	98,1	92,0
„ декабрь	158	156	98,7	94,6
1923 г. январь	160	156	97,5	95,7
„ февраль	163	157	96,3	96,2
„ март	163	159	97,5	96,5
„ апрель	165	159	96,4	95,7
„ май	164	156	95,1	95,0
„ июнь	160	153	95,6	94,8



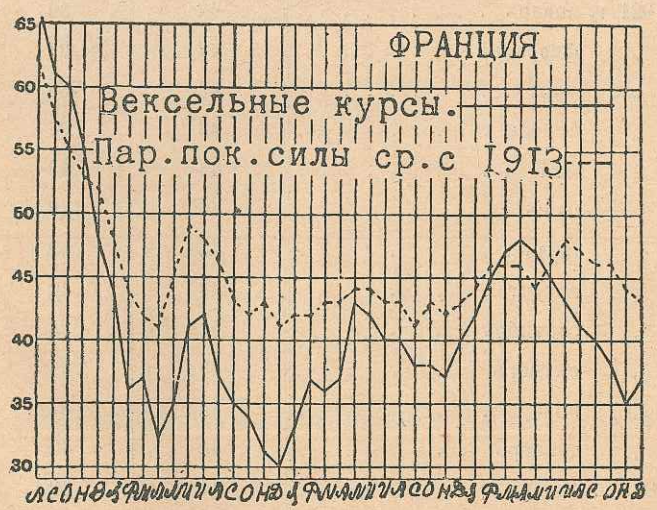
[1]) Индекс Economist'a.
[2]) Исправленный индекс департамента труда Соед. Штатов.
[3]) Индекс департамента труда Соед. Штатов, разделенный на индекс Economist'a.

II. Франция и Соединенные Штаты.

В процентах к паритету 1913 года.	Паритет покупательной силы [1]).	Валютный курс.
1919 г. август	62	66
„ сентябрь	58	61
„ октябрь	55	60
„ ноябрь	53	55
„ декабрь	52	48
1920 г. январь	48	44
„ февраль	44	36
„ март	42	37
„ апрель	41	32
„ май	45	35
„ июнь	49	41
„ июль	48	42
„ август	46	37
„ сентябрь	43	35
„ октябрь	42	34
„ ноябрь	43	31
„ декабрь	41	30
1921 г. январь	42	33
„ февраль	42	37
„ март	43	36
„ апрель	43	37
„ май	44	43
„ июнь	44	42
„ июль	43	40
„ август	43	40
„ сентябрь	41	38
„ октябрь	43	38
„ ноябрь	42	37
„ декабрь	43	40
1922 г. январь	44	42
„ февраль	46	45
„ март	46	47

II. Франция и Соединенные Штаты.

В процентах к паритету 1913 года.	Паритет покупательной силы [1]).	Валютный курс.
1922 г. апрель	46	48
„ май	44	47
„ июнь	46	45
„ июль	48	43
„ август	47	41
„ сентябрь	46	40
„ октябрь	46	38
„ ноябрь	44	35
„ декабрь	43	37
1923 г. январь	40	34
„ февраль	37	32
„ март	37	33
„ апрель	38	35
„ май	38	34
„ июнь	37	33



[1]) Индекс департамента труда Соед. Штатов, разделенный на оффициальный французский индекс цен оптовой торговли.

III. Италия и Соединенные Штаты.

В процентах к паритету 1913 года.	Паритет покупательной силы [1].	Валютный курс.
1919 г. август	59	56
„ сентябрь	56	53
„ октябрь	54	51
„ ноябрь	50	44
„ декабрь	49	40
1920 г. январь	46	37
„ февраль	42	29
„ март	38	28
„ апрель	36	23
„ май	38	27
„ июнь	40	31
„ июль	39	30
„ август	37	25
„ сентябрь	34	23
„ октябрь	32	20
„ ноябрь	30	19
„ декабрь	28	18
1921 г. январь	26	18
„ февраль	26	19
„ март	26	20
„ апрель	25	24
„ май	27	27
„ июнь	28	26
„ июль	27	24
„ август	26	22
„ сентябрь	24	22
„ октябрь	24	20
„ ноябрь	24	21
„ декабрь	23	23
1922 г. январь	24	23
„ февраль	25	25
„ март	27	26
„ апрель	27	28
„ май	28	27
„ июнь	28	26
„ июль	28	24
„ август	26	23

III. Италия и Соединенные Штаты.

В процентах к паритету 1913 года.	Паритет покупательной силы [1]).	Валютный курс.
„ сентябрь	27	22
„ октябрь	26	22
„ ноябрь	26	23
„ декабрь	27	26
1923 г. январь	27	26
„ февраль	27	25
„ март	27	25
„ апрель	27	26
„ май	27	25
„ июнь	26	24



При рассмотрении кривой диаграммы, относящейся к Италии, бросается в глаза одновременное падение внешней и внутренней покупательной силы валюты, когда основной причиной прогрессивного уменьшения ценности является инфляция.

Значение вышеприведенных кривых и таблиц в том, что они даже при тех необычайных условиях, какие сложились со времени заключения мира, дают могущественное индуктивное подкрепление развитой выше общей теории. В этот период изменение относительного уровня цен в Италии и во Франции на почве денежной инфляции было настолько значительнее какого бы то ни было отклонения «уравнения обмена» (отклонение последнего больше чем на 10—20% казалось бы неслыханным),—что

[1]) Индекс департамента труда Соедин. Штатов, разделенный на индекс R Bachi.

валютные курсы этих стран находились в большей степени в зависимости от соотношения внутренней политики цен этих и других стран, чем от какого бы то ни было другого фактора. Отсюда тот вывод, что теория паритета покупательной силы, даже в ее несовершенной форме, нашла себе удовлетворительное подтверждение.

III. Сезонные колебания валютных курсов.

Теория паритета покупательной силы утверждает, что валютные курсы двух стран, если принять во внимание изменения «уравнения обмена», стремятся к почти точному приноровлению к колебаниям внутреннего уровня цен обеих стран, выраженного каждый в собственной валюте. Отсюда следует, что валютный курс может быть изменен в пользу одной из стран при посредстве финансовой политики, направленной на понижение внутреннего уровня цен по сравнению с внутренним уровнем цен другой страны. И обратно, финансовая политика, содействующая повышению внутреннего уровня цен, рано или поздно приведет к падению валютного курса.

Отсюда обычно, и совершенно правильно, делают то заключение, что покрытие бюджетного дефицита путем прогрессирующей денежной инфляции исключает возможность стабилизации валютных курсов страны; и что далее прекращение всякого дальнейшего увеличения бумажного обращения является необходимой предпосылкой для того, чтобы попытка стабилизации увенчалась успехом.

Но аргументация в этом направлении часто заходит слишком далеко и допускает, что при установлении должного равновесия в бюджете страны, в ее бумажно-денежном обращении, внешней торговле и внутреннем и внешнем уровне цен,—валютные курсы автоматически остаются устойчивыми [1]). Поэтому, раз валютные курсы колеблются, — так гласит аргумент,—это одно уже является симптомом, что попытка стабилизации преждевременна. Но когда, с другой стороны, основные условия стабилизации налицо, то и валютный курс сам по себе стабилизируется. Короче говоря, всякий продуманный или технический план стабилизации является подходом к проблеме с ложной стороны. Необходимо только регулирование денежного обращения путем здоровой бюджетной и учетной политики. Восстановление размена бумажных денег является завершением дела и означает не больше как признание fait accompli.

Эта аргументация звучит убедительно, но в одном отношении она обманчива.

Если бы даже внешняя торговля находилась в состоянии полного равновесия, если бы притязания и обязательства страны в иностранной валюте в течение года в целом были сбалансированы,—то отсюда еще не следует, что равновесие имелось бы налицо в любой день. Хорошо известно, что страны, ввозящие в большем количестве сельско-хозяйственные продукты, когда они могут точно установить род и количество потребления, таковых не считают правильной, однако, равномерную закупку этих продуктов в течение всего года, но предпочитают сконцентрировать покупку на осенний

[1]) G. Estcourt в „The Annalist“ пишет в своей критике одной из моих статей от 12 июня 1922 г.: „Система была бы лишена всякой устойчивости, если бы, в качестве предпосылки, правительства не предприняли необходимых шагов к сбалансированию бюджета. При наличности же последнего, так наз., стабилизация скоро стала бы ненужной; курс валюты сам собою стабилизировался бы на довоенном уровне“. Здесь гордо возвещается взгляд, господствующий в самых широких кругах.

период [1]). Таким образом, при общем годичном равновесии промышленные страны имеют тенденцию быть должниками аграрных стран во второй половине года и выплачивают свой долг в первой половине. Покрытие сезонной потребности в кредите, при возможно меньшем стеснении торговли, считалось до войны важной задачей международного банкового дела, и сезонное предоставление краткосрочного кредита было налажено за умеренные проценты.

Предоставление дешевого кредита было возможным, ибо обеспеченность курса вследствие существования свободы размена исключала необходимость значительной премии за риск. Некоторого повышения учетного процента в стране, временно оказавшейся должником, наряду с небольшой выгодой на курсе, вследствие легкого колебания валютных курсов в пределах «золотых точек»,—было совершенно достаточно.

Каково же нынешнее положение? Как всегда, платежный баланс должен выравниваться ежедневно. Как и прежде, торговый баланс неравномерно распределен в течение года. Прежде, как было изложено, ежедневное равновесие достигалось путем перемещения банковских вкладов. Но теперь это перестало быть делом одних банков, получающих выгоду от арбитража в достаточной степени. Когда банкир время от времени предоставляет кредит из одной страны в другую, у него нет уверенности в том, по какому курсу он получит свои деньги обратно. Даже если он питает твердую уверенность относительно характера движения курсов, он не может с достоверностью подсчитать свою пользу, как это было раньше. Банкир знает по опыту, что непредвиденные уклонения валютного курса могут иметь для него тяжелые последствия; и его предполагаемая прибыль должна соответствовать риску, которому он подвергается. Даже если он полагает, что риск вероятно покроется ожидаемой выгодой, банкир не может себе позволить подвергаться риску в большом масштабе. В действительности покрытие сезонной потребности в кредите перестало быть делом банкового арбитража и основывается на спекуляции.

При современных условиях, поэтому, необходимы значительные колебания валюты для того, чтобы ежедневный баланс был уравновешен, даже если годичный баланс находится в порядке. Если раньше банкир без особого напряжения переводил из Нью-Йорка и обратно миллионы, теперь даже сотнями тысяч могут рисковать только исключительно крупные пред-

---

[1]) Хотя явление сезонного спроса уже давно было замечено, точный анализ его несколько сложен. Ввоз предметов питания в Великобритании, напр., в третьей и последней четверти года, приблизительно, на 10% больше, чем в первой и второй четверти, и наиболее высоким является в последнюю четверть года. (Эти и последующие цифры основываются на средних довоенных цифрах 1901—1913 годов, установленных Кэмбриджским и Лондонским Экономическими Бюро). Ввоз сырья более чем на 20% выше в последней и первой четверти года, чем во второй и третьей, а наиболее высоким является с ноября по январь. Итак, последняя четверть года является периодом значительного ввоза как предметов продовольствия, так и сырья. Наоборот, вывоз готовых изделий более пропорционально распределен в течение года и в последней четверти остается приблизительно на нормальной высоте. Если же принять во внимание, что ввоз в общем оплачивается до прибытия товаров, то эти даты точно согласуются с тем моментом времени, когда сезонный спрос действительно отражается на валютном курсе доллара и ф. ст. Во Франции после войны ввоз в последнюю четверть года бывает даже на 50% выше, чем в первую. В Италии самой вялой, повидимому, является третья четверть, а в последнюю опять отмечается относительное оживление. Если мы обратимся к статистике Соединенных Штатов, то здесь мы заметим обратную картину. Август и сентябрь—месяцы значительного вывоза пшеницы; с октября по январь—вывоза хлопка. Курс доллара ранней осенью еще более упрочивается вследствие финансового напряжения Соединенных Штатов в период снятия урожая, когда вклады из-за границы стягиваются в Нью-Йорк.

приятия. Валюта должна падать (или повышаться в зависимости от обстоятельств), пока не вмешается спекулянт, уверенно ожидающий достаточного барыша, или же пока купец, напуганный курсом, по которому ему придется рассчитываться по сделке, не предпочтет отказаться от преимуществ покупки в данное время года и часть своих закупок отложить.

Но оказание помощи валютой со стороны профессиональных спекулянтов, вследствие запугивания со стороны правительств и банков, проявляется лишь в таких незначительных размерах, что подобная помощь оплачивается очень дорого. Поэтому, при закупке товаров в наиболее благоприятный момент, торговля обременяется большими добавочными издержками.

По моему мнению, недостаточно сознают, в какой степени колебания курсов, препятствующие торговле в течение последних трех лет, носят сезонный характер, и, следовательно, сводятся не к продолжающемуся и прогрессирующему нарушению равновесия, а исключительно к отсутствию твердого валютного курса.

В 1919 году европейские валюты подверглись сильному падению вследствие истечения срока международных соглашений, действовавших во время войны. В 1922 году курс фунта стерлингов повышался независимо от сезонных влияний. В 1923 году последовало новое падение курса франка, обусловленное общими принципами внутренней финансовой политики Франции и ее внешней политики, а не только сезонными влияниями. Однако следующая таблица показывает, насколько за четыре года, начиная с осени 1919 года, колебания имеют перемежающийся характер:

В процентах к доллар. паритету.

Годы с августа по июль.	Фунт. стерл.		Франк		Лира	
	нисш. курс.	высш. курс.	нисш. курс.	высш. курс.	нисш. курс.	высш. курс.
1919 — 1920	69	88	31	66	22	56
1920 — 1921	69	82	30	45	18	29
1921 — 1922	73	92	37	48	20	28
1922 — 1923	90	97	29	41	20	27

За последние три года франк и лира достигали наивысшего курса в апреле и мае, а самый низкий курс был между октябрем и декабрем. Фунт стерлингов не дает таких регулярных колебаний и высшая точка курса отмечалась между мартом и июнем, а самая низкая между августом и ноябрем.

Соответственная устойчивость высших и нисших котировок в каждом данном году, в особенности в Италии, поразительна и доказывает, что политика стабилизации на основе известных средних цифр вполне могла бы быть проведена. С другой стороны, значительное расхождение высших и нисших котировок указывает на те издержки, те препятствия, которые приходится преодолевать торговле.

Эти данные настолько соответствуют сезонным явлениям (см. выше), что мы спокойно можем отнести большую часть колебаний курсов из месяца в месяц на счет перегруженности торговыми переводными вексе-

лями, а не на счет спекуляции. Влияние спекуляции, в действительности, заключается в том, что она предвосхищает колебания, так что последние наступают несколько раньше, чем они могли бы иметь место. Но, вместе с тем, распределяя таким образом давление более равномерно в течение года, спекуляция содействует уменьшению абсолютного размаха колебаний. Общественное мнение значительно переоценивает влияние спекулянтов, действующих по чисто политическим или личным мотивам. Если не считать очень кратковременных влияний, спекуляция быстро уравновешивает сама себя, а политические события могут лишь постольку оказывать длительное влияние на курсы, поскольку они воздействуют на внутренний уровень цен, деловой оборот и кредитоспособность страны за границей. Политическое событие, не затрагивающее существенно ни одного из указанных моментов, не может одним только давлением на чувства оказывать длительное влияние на курсы. Единственное важное исключение из этого правила, это тот случай, когда иностранцы в значительном масштабе и на продолжительное время помещают свои средства в спекулятивные операции с одной определенной валютой, как это было с германской маркой. Но подобное помещение средств может быть сравнено с кредитованием заграницы и воздействие его совершенно иного рода, чем собственно спекулятивных сделок, предпринимаемых с намерением завершения их в кратчайший срок. И даже спекулятивная ситуация, рано или поздно обреченная на исчезновение, не может на долгое время препятствовать восстановлению равновесия валютных курсов, зависящих от условий торговли и сравнительного уровня цен.

Отсюда следует, что сезонные колебания, хотя и не устраняют факторов определяющих в конечном счете равновесие валютных курсов, тем не менее ежедневная устойчивость курсов не определяется одним только фактом постоянства этих основных факторов. Необходимо, чтобы у банков оказалась прочная уверенность в таком постоянстве и чтобы они решились в силу этого за умеренное вознаграждение вмешаться в ежедневные и сезонные колебания валютного рынка.

Но позднейший опыт показывает, что, даже при наличии предпосылок этого рода, у банкиров вряд ли создается достаточная уверенность для вмешательства. Для создания такого убеждения должна еще быть налицо гарантия, что центральные учреждения (эмиссионный банк или правительство) примут все меры к поддержанию установленного твердого курса. В настоящее время официально провозглашена политика восстановления, напр., прежнего паритета франка или лиры, так что игра на понижение этих валют сопряжена с определенным риском. С другой стороны, не принимается никаких мер к тому, чтобы сделать эту политику эффективной, и финансовое положение Франции и Италии указывает на то, что их валютные курсы могут еще значительно ухудшиться. Так как никто с уверенностью не может сказать, улучшатся ли курсы или, наоборот, возможно дальнейшее ухудшение их, то руководители финансового ведомства, лишь после сильного колебания и руководствуясь исключительно собственными интересами, решаются на вмешательство в ежедневные и ежемесячные движения курсов для восстановления равновесия, заранее не поддающегося определению.

Если соответствующая политика не приводит к стабилизации валютных курсов, то тем более равновесие само собою восстановиться не может. С течением времени и при известном опыте, постепенно усваиваемом, колебания могут стать меньше, чем в настоящее время. Спекулянты уже заранее начнут проявлять свою деятельность и импортеры приложат ста-

рания к более равномерному распределению спроса в течение года. Но и в таком случае все же будет наблюдаться значительное расхождение курсов в горячее время и в вялый период до тех пор, пока деловой мир не будет твердо знать, на каком уровне в конечном счете останутся соответствующие валютные курсы. Таким образом сезонные колебания курсов являются неизбежным (включая и курсы фунта стерлингов—доллара) даже при отсутствии явно выраженной длительной тенденции движения валюты вверх или вниз, если центральные финансовые учреждения (путем гарантии размена или иным путем) не примут должных мер.

IV. Сделки с валютой на срок.

Когда купец покупает или продает товары на иностранную валюту, то не всегда дело можно вести за наличный расчет или путем учета векселей. В течение промежутка времени (различного для каждого данного случая), необходимого для того, чтобы торговец обеспечил себя путем покупки или продажи соответствующей валюты, он несет валютный риск, который при нынешних условиях может совершенно лишить его торговой прибыли. Торговец, таким образом, помимо своей воли вовлекается в рискованные операции, которые тяжело отражаются на его деле. Предметом настоящего параграфа являются вопросы финансовой техники, а именно: рынок «срочных» девиз в противоположность «кассовым» девизам. Его целью является поставить торговца в такие условия, чтобы он мог избежать риска, конечно, не во время заключения сделки, но когда сделка уже заключена. Сделки на «кассовые» девизы—это сделки за наличный расчет, т.-е. наличные деньги в одной валюте обмениваются на наличные деньги в другой. Но торговцы, купившие товар в чужой валюте с позднейшей доставкой товара, могут не иметь в своем распоряжении нужных наличных денег впредь до получения товара; с другой стороны, торговцы, продавшие товар в чужой валюте, но не имеющие еще возможности продать выданный на покупателя переводный вексель, даже в том случае, если они имеют большое количество своих собственных денег, не могут обезопасить себя «кассовой» продажей векселя за одним лишь исключением: именно, когда в их распоряжении находится чужая валюта в форме наличных денег.

Сделки «на срок» служат для проведения «кассовых» сделок с девизами в позднейший момент времени, на основе кассового курса, существовавшего в исходный момент. До истечения срока сделки на срок уплата наличных денег не производится (конечно, от стороны заключающей сделку может быть истребована гарантия или поручительство в ее способности добросовестного исполнения контракта), так что торговец не должен раздобывать наличных денег заранее и нести, таким образом, валютный риск до момента доставки товара. В промежуточное время торговец, следовательно, защищен от каких бы то ни было колебаний курсов.

Нижеследующие таблицы показывают, что в Лондоне премии за девизы, имеющие обширный рынок (доллар, франк, лира), вследствие конкуренции среди торговцев очень умеренны. В 1920 и 1921 годах стоимость срочных девиз для английского покупателя была несколько выше, чем стоимость франков, лир и марок в наличности, и несколько ниже на доллары. Соответственно этому французские, итальянские и германские торговцы могли покупать английские фунты и доллары на срок дешевле, чем наличными, естественно, когда сделки совершались в Лондоне. В отноше-

нии ставок за границей, моя информация не является исчерпывающей, но, напр., ставки для продавца английских фунтов на срок в Милане были значительно выше, чем это соответствовало Лондонскому рынку. Все продолжавшееся удешевление денег в Лондоне в 1922 г., по причинам изложенным ниже, привело к удешевлению цен срочных девиз для английских покупателей, при чем франки на срок значительно упали по сравнению с наличными франками, а в конце года доллары на срок были значительно ниже наличных. В дальнейшем повышение учетного процента в июне 1923 г., как это можно было предвидеть, имело обратное влияние.

Переходя к частностям (см. таблицу), мы остановимся на котировках срочных девиз на Лондонском рынке, начиная с 1920 года. В 1920—1921 году доллары на срок для лондонских покупателей были в общем дешевле наличных на 1—1½% в год. Однако, при сильном колебании курсов, доллары на срок поднимались значительно выше, напр., в ноябре 1920 года, когда фунт стерл. достиг наиболее низкого предела, они поднялись на 6% (по причинам, которые я попытаюсь выяснить ниже). Эти надбавки на доллары на срок исчезают в первой половине 1922 года, появляются вновь во второй половине года, сменяются противоположной тенденцией в середине 1923 года, когда денежные ставки в Лондоне несколько повысились. Таким образом, лондонский торговец, приобретая товары, оказывается не только в состоянии избегнуть риска на курсе путем сделки на срок, но он даже в среднем получает девизы несколько дешевле, если заранее обеспечивает их себе.

Франки на срок стоили с середины 1920 г. до середины 1921 г. дороже на 2½% или больше в год, чем наличные, затем они почти сравнялись в цене с середины 1921 года до середины 1922 года, а с тех пор стали на ½—2½% дешевле. Лира испытала более сильные колебания и покупка ее на срок стоила дороже часто на 3% и больше. У германской марки разница, достигавшая 5% в год, с осени 1922г. после полного крушения марки, достигла фантастических размеров, как отображение неимоверных процентных ставок за краткосрочные деньги, бывших в то время в Германии обычным явлением.

Но во всех случаях, за исключением Германии после полного крушения марки, расходы по сделке на срок все же были незначительны по сравнению с избегнутым риском.

Тем не менее торговцы на практике не прибегают к указанным возможностям в той степени, в какой этого можно было бы ожидать. Существо срочных девизных сделок не усвоено всеми, соответствующие ставки редко публикуются в газетах. Лишь немногим финансовым проблемам равного значения уделяется так мало интереса и общественного внимания. Такого положения, подобного современному, не было до войны, хотя срочные курсы доллара и тогда регулярно отмечались; нынешнее положение начинается со времени отказа от поддержания главных валют в 1919 году. Деловая жизнь ныне только начинает вводить срочные сделки. К тому же для обычного делового человека сделка на срок имеет привкус спекуляции. В противоположность манчестерским бумагопрядильщикам, которые на долгом опыте убедились, что не покрытие открытых партий хлопка на ливерпульском девизном рынке, а, напротив, отказ от него, является спекулятивным—деловые люди, покупающие и продающие товары в иностранной валюте, все еще не считают особым приемом нормальной техники—во всяком случае при осторожном ведении дела — это двустепенное приобретение иностранной валюты путем сделок на срок.

С другой стороны, не следует преувеличивать тех пределов, в которых деловые люди могут пользоваться этим средством для защиты себя от риска. Прежде всего по причинам, о которых речь будет итти ниже, эти сделки по разумным ставкам могут совершаться только с главнейшими валютами. Неясно, пришли ли уже банки к убеждению, что одной из самых полезных услуг, которые они только могут оказать, является предоставление указанных возможностей своим клиентам, на благоприятных условиях и по сообразным ставкам. Они, повидимому, находились под влиянием опасения, что эти возможности могут одновременно содействовать развитию спекуляции.

Нельзя также упускать из виду и другого ограничения значения сделок на срок, как защиты от риска. Цена определенного товара, выраженная в определенной валюте, не реагирует в точности на изменения курса этой валюты на мировых девизных рынках. Поэтому возможно, что колебание валюты определенной страны, в случае если данная страна широко продает или покупает определенный товар, может изменить выраженную в золоте мировую цену этого товара. В этом случае торговец, если он даже и покрыл себя в отношении наличия нужной валюты, может понести убытки от непроданного запаса товаров, вследствие изменения мировой рыночной цены их,—убытки, непосредственно обусловленные колебанием курсов.

Таблицы валютных котировок в Лондоне на месячный срок [1]).

Сроки.	Нью-Йорк.		
	Наличность.	Месячн. срок.	Разница в процентах в год.
1920 г. январь	3,79	+ 3/8 цента	+ 1,2
„ февраль	3,48 7/8	+ 1/4 „	+ 0,9
„ март	3,41 3/8	+ 1/4 „	+ 0,9
„ апрель	3,90 3/4	+ 3/8 „	+ 1,2
„ май	3,82 7/8	+ 1/2 „	+ 1,6
„ июнь	3,89 15/16	+ 3/8 „	+ 1,2
„ июль	3,96 1/8	+ 5/8 „	+ 1,9
„ август	3,67	+ 1/2 „	+ 1,6
„ сентябрь	3,56 7/8	+ 1/2 „	+ 1,7
„ октябрь	3,48 5/16	+ 1/2 „	+ 1,7
„ ноябрь	3,44 3/8	+ 15/8 „	+ 5,7
„ декабрь	3,49	+ 1/2 „	+ 1,7
1921 г. январь	3,58 3/8	+ 3/8 „	+ 1,3
„ февраль	3,84 3/4	+ 1 „	+ 3,1
„ март	3,88 3/8	+ 7/8 „	+ 2,7
„ апрель	3,92	+ 3/8 „	+ 1,1

[1]) 1-ое число каждого месяца для 1920 г., первая среда каждого месяца для 1921 г. перь пятница для дальнейшего времени.

Сроки.	Нью-Йорк.		
	Наличность.	Месячн. срок.	Разница в процентах в год.
1921 г. май	3,98	+ 1/2 „	+ 1,5
„ июнь	3,90 5/8	+ 3/4 „	+ 2,3
„ июль	3,71 15/16	+ 5/8 „	+ 2,0
„ август	3,56 3/8	+ 1/2 „	+ 1,7
„ сентябрь	3,71 5/8	+ 3/8 „	+ 1,2
„ октябрь	3,76 1/8	+ 1/2 „	+ 1,6
„ ноябрь	3,92 1/16	+ 7/8 „	+ 2,7
„ декабрь	4,08 5/16	+ 3/8 „	+ 1,1
1922 г. январь	4,20 1/8	+ 1/8 „	+ 0,4
„ февраль	4,30 1/2	al pari	—
„ март	4 42	„	—
„ апрель	4,39	„	—
„ май	4,44 1/2	„	—
„ июнь	4,46 3/4	+ 3/16 цента	+ 0,5
„ июль	4,44 3/4	+ 1/16 цента	+ 0,17
„ август	4,45 1/4	+ 3/16 „	+ 0,5
„ сентябрь	4,46	+ 3/8 „	+ 1,0
„ октябрь	4,42	+ 1/4 „	+ 0,68
„ ноябрь	4,46 1/2	+ 5/8 „	+ 1,68
„ декабрь	4,51 3/4	+ 1 „	+ 2,65
1923 г. январь	4,64 3/4	+ 1 1/4 „	+ 3,23
„ февраль	4,67	+ 7/8 „	+ 2,25
„ март	4,70 5/8	+ 1 „	+ 2,55
„ апрель	4,66 7/8	+ 3/4 „	+ 1,93
„ май	4,62 1/2	+ 15/16 „	+ 2,43
„ июнь	4,62 3/4	+ 7/8 „	+ 2,27
„ июль	4,56 1/2	+ 1/2 „	+ 1,31
„ август	4,57	+ 1/4 „	+ 0,66

Сроки.	Париж.		
	Наличность.	Месячн. срок.	Разница в процентах в год.
1920 г. январь	40,90	+ 6 сант.	+ 1,7
„ февраль	46,90	+ 4 „	+ 1,0
„ март	48,55	+ 3 „	+ 0,7
„ апрель	57,80	+ 3 „	+ 0,6
„ май	64,04	+ 1 „	+ 0,18
„ июнь	50,45	— 5 „	— 1,2
„ июль	47,05	— 10 „	— 2,8
„ август	49,00	— 10 „	— 2,4
„ сентябрь	51,22½	— 5 „	— 1,2
„ октябрь	52,10	— 10 „	— 2,3
„ ноябрь	54,45	— 15 „	— 3,3
„ декабрь	57,45	— 15 „	— 3,2
1921 г. январь	61,07½	— 30 сант.	— 5,9
„ февраль	54,50	— 20 „	— 4,4
„ март	54,40	— 27 „	— 5,9
„ апрель	55,37½	— 15 „	— 3,3
„ май	50,22½	— 12 „	— 2,9
„ июнь	46,35	— 10 „	— 2,6
„ июль	46,72½	— 10 „	— 2,6
„ август	46,77½	+ 2 „	+ 0,5
„ сентябрь	48,68½	+ 3 „	+ 0,7
„ октябрь	52,27½	+ 1 „	+ 0,2
„ ноябрь	53,44	+ 4 „	+ 0,9
„ декабрь	54,24	+ 2 „	+ 0,4
1922 г. январь	52,32½	al pari	—
„ февраль	51,62½	—	—
„ март	48,45	—	—
„ апрель	48,15	— 1 сант.	— 0,25
„ май	48,47	+ 1 „	+ 0,25

Сроки.	Париж.		
	Наличность.	Месячн. срок.	Разница в процентах в год.
1922 г. июнь	49,00	+ 2 „	+ 0,49
„ июль	56,20	+ 8 „	+ 1,8
„ август	54,10	+ 10 „	+ 2,21
„ сентябрь	57,40	+ 3 „	+ 0,63
„ октябрь	58,25	+ 3 „	+ 0,62
„ ноябрь	64,65	+ 14 „	+ 2,59
„ декабрь	64,30	+ 8 „	+ 1,49
1923 г. январь	66,40	+ 5 „	+ 0,9
„ февраль	75,50	+ 16 „	+ 2,54
„ март	77,50	+ 11 „	+ 1,70
„ апрель	70,40	+ 5 „	+ 0,85
„ май	69,35	+ 5 „	+ 0,86
„ июнь	71,60	+ 5 „	+ 0,84
„ июль	78,35	+ 4 „	+ 0,61
„ август	79,20	+ 9 „	+ 0,60

Сроки.	Италия.		
	Наличность.	Месячн. срок.	Разница в процентах в год.
1920 г. [1]) январь	50	— 1/8 лиры.	— 3,0
„ февраль	55	— 1/8 „	— 2,7
„ март	62 3/4	— 1/4 „	— 4,7
„ апрель	80 1/2	— 1/4 „	— 3,7
„ май	83	— 1/2 „	— 7,1
„ июнь	66 3/8	— 1/2 „	— 9,1
„ июль	65 3/8	— 1/2 „	— 9,2
„ август	70	— 1/2 „	— 8,5
„ сентябрь	76 1/4	— 1/2 „	— 7,9
„ октябрь	83 6/16	— 1/2 „	— 7,2
„ ноябрь	93 11/16	— 1/2 „	— 6,4
„ декабрь	94 13/16	— 1/2 „	— 6,3
1921 г. январь	104 3/8	al pari	—
„ февраьл	105 1/2	— 3/4 лиры	— 8,5

[1]) Номинально.

Сроки.	Италия.		
	Наличность.	Месячн. срок.	Разница в процентах в год.
1921 г. март	106 1/2	— 5/8 лиры	— 7,0
„ апрель	92 1/4	— 1/2 „	— 6,5
„ май	81 3/8	— 5/8 „	— 9,1
„ июнь	73 11/16	— 1/2 „	— 8,1
„ июль	77	— 1/2 „	— 7,8
„ август	85 1/16	— 1/4 „	— 3,5
„ сентябрь	85 9/16	— 3/8 „	— 5,2
„ октябрь	94 1/8	— 3/8 „	— 4,8
„ ноябрь	96 5/8	— 1/4 „	— 3,1
„ декабрь	93 15/16	— 1/2 „	— 6,4
1922 г. январь	97 1/8	— 1/4 „	— 3,0
„ февраль	92 1/2	— 7/16 „	— 5,7
„ март	83 3/16	— 1/4 „	— 3,6
„ апрель	83 5/16	— 15 „	— 2,16
„ май	83	— 10 „	— 1,45
„ июнь	85 7/8	— 3 „	— 0,41
„ июль	100	al pari	—
„ август	96	al pari	—
„ сентябрь	101	— 11 лиры	— 1,31
„ октябрь	103	— 10 „	— 1,16
„ ноябрь	106	— 8 „	— 0,91
„ декабрь	93 3/4	— 20 „	— 2,56
1923 г. январь	92	— 11 „	— 1,43
„ февраль	97 1/2	— 23 „	— 2,83
„ март	97 3/8	— 23 „	— 2,82
„ апрель	93 3/4	— 18 „	— 2,30
„ май	94 7/8	— 19 „	— 2,28
„ июнь	99	— 15 „	— 1,82
„ июль	106 7/8	— 22 „	— 2,47
„ август	105 1/2	— 28 „	— 3,18

Сроки.	Германия.			
	Наличность.	Месячн. срок.		Разница в процентах в год.
1920 г. январь	187	—		—
„ февраль	305	—		—
„ март	337	—		—
„ апрель	275	—		—
„ май	218 1/2	—	1 марка.	— 5,5
„ июнь	150 1/2	—	1 „	— 8,0
„ июль	150	—	1/2 „	— 4,0
„ август	160 1/2	—	1 „	— 7,5
„ сентябрь	176	—	1/2 „	— 3,4
„ октябрь	215	—	1 „	— 5,6
„ ноябрь	266 1/2	—	1/2 „	— 2,2
„ декабрь	241 1/2	—	1 „	— 4,9
1921 г. январь	269 1/2	—	2 „	— 8,9
„ февраль	243 1/2	—	1 „	— 4,9
„ март	243 1/2	—	1 марка.	— 4,9
„ апрель	239 1/2	—	2 „	— 10,0
„ май	262 1/2	—	1 3/4 „	— 8,0
„ июнь	245 1/4	—	1 1/2 „	— 7,3
„ июль	279 1/2	—	1 1/2 „	— 6,45
„ август	286	—	1 „	— 4,2
„ сентябрь	347 1/2	—	1 1/2 „	— 5,1
„ октябрь	471	—	5 „	— 12,7
„ ноябрь	764 1/2	—	2 1/4 „	— 3,5
„ декабрь	855	—	1 1/2 „	— 2,1
1922 г. январь	777 1/2	—	3 1/2 „	— 5,4
„ февраль	872	—	2 1/2 „	— 3,4
„ март	1.117	—	1 1/2 „	— 1,6
„ апрель	1.440	—	8 „	— 6,6
„ май	1.270	—	1/2 „	— 0,47

Сроки.	Германия.		
	Наличность.	Месячн. срок.	Разница в процентах в год.
1922 г. июнь	1.222	pari	—
„ июль	2.320	+ 5 „	+ 2,59
„ август	3.175	+ 20 „	+ 7,56
„ сентябрь	5.700	номинально	—
„ октябрь	9.900	+ 450 марок.	+ 54,54
„ ноябрь	26.250	+ 6.000 „	+ 274,3
„ декабрь	35.000	+ 5.500 „	+ 188,58
1923 г. январь	39.500	+ 1.750 „	+ 53,16
„ февраль	190.000	+ 27.000 „	+ 170,53
„ март	105.000	+ 10.000 „	+ 114,28
„ апрель	97.500	+ 6.000 „	+ 73,85
„ май	170.000	+ 20.000 „	+ 141,18
„ июнь	350.000	+ 40.000 „	+ 137,14
„ июль	900 000	+ 30 000 [1] „	+ 40,00
„ август	5.500.000	+1.500.000 [1] „	+ 327,27

Обращаясь к теоретическому анализу валютных сделок на срок, у нас возникает вопрос, чем определяется величина и направление (плюс или минус) разницы между курсами на срок и за наличные? Если английскому покупателю доллары сроком на месяц обходятся дешевле наличных долларов, то это в общем свидетельствует о предпочтении со стороны рынка держать вклады в Нью-Йорке вместо Лондона, предпочтении, степень которого измеряется дисконтом долларов на срок. Если наличные доллары обходятся по 4,40 долл. за ф. ст., а доллары на месячный срок по $4{,}40^1/_2$, то обладатель долларов по 4,40, путем продажи их за наличные и покупки долларов вновь сроком через месяц, может через месяц получить $4{,}40^1/_2$ исключительно в силу того факта, что он в течение этого месяца был обладателем 1 ф. ст. в Лондоне вместо 4.40 д. в Нью-Йорке. Чтобы решиться на подобную операцию, он должен получить и получает надбавку в $^1/_2$ цента, что составляет $1^1/_2\%$ в год. Это является доказательством, а при условии свободной конкуренции также и мерилом склонности рынка в продолжение соответствующего месяца иметь текущие счета в Нью-Йорке, а не в Лондоне.

Наоборот, если лондонскому покупателю франк, лира или марка на срок обходится дороже курса наличных, то это является показателем тенденции рынка иметь счета в Лондоне, а не в Париже, Риме или Берлине.

[1]) Номинально.

Разница между кассовыми и срочными курсами является поэтому явным и точным мерилом предпочтения денежными и девизными рынками одного международного пункта пред другими для их активных счетов, предпочтения независимо от валютного риска, т.-е. при условии покрытия его. Что ведет к подобному предпочтению?

1. Основной причиной являются процентные ставки за краткосрочные ссуды, т.-е. за ссуды, которые на денежных рынках обеих подлежащих сравнению стран отдаются в кредит или депонируются. Если ссужающий доллары в Нью-Йорке при месячных сделках получает $5^1/_2\%$ в год, в то время, как за фунты в Лондоне при месячных сделках он получит только, 4%, то выше установленное предпочтение Нью-Йорка пред Лондоном является вполне понятным. Это значит, что процентные ставки по срочным сделкам, при покупке валюты на более дорогом денежном рынке, обычно дешевле курсов наличных на тот процент в месяц, который соответствует излишку процентной ставки в течение месяца для более дорогого пункта, сравнительно с более дешевым. Следует заметить, что решающим моментом, определяющим процентные ставки за краткосрочные деньги, является то, что в стране с отсутствием денежного рынка или плохо развитым, не организованным денежным рынком трудно поместить ежедневные деньги или деньги на короткий срок по достаточным процентным ставкам, и в этом отношении эта страна может быть приравнена к странам с низким процентом, хотя при длительном сроке помещения денег обычные проценты здесь не ниже. Это привело к тому, что Лондон и Нью-Йорк стали, преимущественно перед центрами континента, притягательными рынками для краткосрочных денег.

Влияние дешевых процентов в Лондоне с середины 1922 года до середины 1923 г. сказалось в уменьшении притягательной силы Лондона как средоточия кредита. Это ясно видно из приведенных выше таблиц, показывающих удешевление котировок срочных девиз против кассовых. Срочная котировка доллара в начале 1923 года была на 3% выше кассовой (т.-е. доллары на срок в фунтах были на 3% в год дешевле наличных долларов). Это означает, учитывая также влияния иного рода, о которых мы будем говорить ниже, что эффективная ставка за краткосрочный кредит в Нью-Йорке была приблизительно на 3% выше, чем в Лондоне.

Срочные котировки франка, стоявшие ниже кассовых котировок пока деньги в Лондоне были дороги, превысили кассовые котировки и этим показали, что, по сравнению с Парижем, дороговизна денег в Лондоне исчезла. Под тем же влиянием срочные котировки лиры приближались к кассовым, хотя все же оставались всегда еще позади них. Но в отношении обеих этих валют могло играть роль преобладающее ожидание падения курсов и вызвать по соображениям, детально разбираемым ниже, указанное явление.

Наиболее интересными являются данные, касающиеся Германии, которые весьма ярко иллюстрируют высказанное мною выше относительно огромных денежных процентных ставок, которые сопутствовали крушению денежного обращения с октября 1922 года и которые были следствием стремления реальных процентных ставок удержаться на их действительной высоте в виду всеми ожидаемого крушения денежной единицы. Как уже отмечено, эффективные процентные ставки за краткосрочные ссуды в марках превышали 50% в год, пока в конце концов котировки не стали только номинальными.

2. Процентные ставки были бы основным фактором, если бы здесь не были замешаны вопросы кредита. Между Лондоном и Нью-Йорком так оно, повидимому, в действительности и было. Но фактор этот имеет большое значение и в отношении Лондона и Парижа. С другой стороны, различные моменты финансового и политического риска, как наследие войны, привносили новый элемент, часто превосходивший значение сравнительных процентных ставок. Возможность финансовых затруднений или политических колебаний и весьма серьезная вероятность об'явления моратория в случае каких-либо затруднений, а также опасность внезапного введения новых административных предписаний в области денежного обращения, могущих воспрепятствовать распоряжению вкладами в смысле вывоза их за пределы страны и, наконец, иногда даже опасность скорой демонетизации,— все эти моменты, если даже исключить собственно валютный риск, удерживали банки от большой текущей задолженности в определенных иностранных центрах. Подобный риск исключал возможность строить дело, как это надлежало бы, на математическом исчислении процентных ставок. Размер этого вероятного риска может далеко перешагнуть за пределы того, что можно заработать на разнице между процентными ставками, включая нормальную банковскую комиссию. А так как этот риск не поддается учету, то консервативно настроенные банкиры вообще будут воздерживаться от дел большого масштаба по каким бы то ни было ставкам. В отношении, напр., Румынии или Польши этот факт является решающим.

3. Но еще и третий фактор имеет известное значение. Мы до сих пор допускали, что срочные ставки находятся на таком уровне, что торговец или банкир могли обеспечить себя путем одновременной операции наличными и извлекали таким образом соответственную выгоду. Но вовсе нет необходимости в покрытии каждой срочной сделки соответствующей за наличные; часто оказывается возможным «компенсировать» в той же валюте срочную продажу срочной покупкой, например, когда некоторые клиенты пожелают продать на рынке доллары на срок, а другие купить их. В таком случае рынок может провести по книгам эти противоположные друг другу операции без необходимости передвижения наличных счетов в каком бы то ни было направлении. Поэтому, третий фактор находится в зависимости от того, преобладают ли продавцы или покупатели долларов на срок. Чтобы уяснить себе картину, допустим такие условия денежного рынка, при которых продажа срочных долларов против покупки наличных с учетной ставкой в $1^1/_2\%$ в год не является для первых ни выигрышем, ни потерей. Если при этих условиях покупателей срочных долларов, независимо от арбитража, больше чем продавцов срочных долларов, то излишек спроса на срочные доллары удовлетворяется при посредстве арбитрантов, имеющих наличность в Лондоне. Они удовлетворяются учетом, остающимся ниже той суммы в $1^1/_2\%$ в год (скажем $^1/_2\%$), которая является достаточным арбитражным вознаграждением. Если же продавцов срочных долларов больше, чем покупателей, то первые должны принять на себя достаточный учет, чтобы воздействовать на арбитраж в противоположном направлении — т.-е. на лиц обладающих наличностью в Нью-Йорке. Этот учет должен превысить $1^1/_2\%$ в год, скажем, на $^1/_2\%$. Таким образом, учет срочных долларов будет колебаться между 1% и 2% процентами в год в зависимости от того, кто преобладает, покупатели или продавцы.

4. Наконец, на практике мы часто встречаемся с фактами, в отношении которых наша предпосылка об обширном и свободном рынке не может

иметь применения. Срочная сделка может быть заключена лишь с помощью банков или аналогичных институтов. Когда сделки на определенную валюту находятся в немногих руках, или когда между соответствующими институтами существует соглашение поддерживать свое вознаграждение на более высоком уровне, чем это оправдывает конкуренция, — то дополнительное обременение, выражающее выгоду банка от арбитража между кассовыми и срочными сделками, значительно повысит упомянутую выше низкую цифру. Котировки ставок за срочные сделки на лиры в Милане, по сравнению с одновременными лондонскими ставками, таковы, что банк, имеющий возможность беспрепятственно работать на обоих рынках, может извлечь необычайно высокую пользу.

Но может наступить и дальнейшее затруднение, значение которого велико, а именно, когда спекуляция чрезвычайно оживляется и исключительно направлена в одну сторону. Надо иметь в виду, что денежный капитал, обычно готовый и способный к перемещению из одного места в другое для реализации умеренной прибыли от арбитража кассовых и срочных сделок — этот капитал не является неограниченным в своих размерах и не всегда является достаточным для потребностей рынка. Если, напр., на рынке необычно твердое настроение в отношении европейских девиз против фунта или фунта против доллара, то стремление продавать фунты или доллары на срок (в зависимости от условий) понизит срочный курс этих валют против кассового, и создаст дисконт по сравнению с курсом наличных, что даст огромную выгоду тем, кто в состоянии покупать девизы на срок и продавать наличные. Этот необычный дисконт может исчезнуть лишь тогда, когда высокая доходность от арбитража кассовых и срочных девиз привлечет к этому делу новый капитал. Люди так плохо разбираются в основных понятиях теории срочных девиз, что в 1920 г. даже между Лондоном и Нью-Йорком была возможность для продавцов наличных долларов заработать на 6% в год больше лондонской ставки за краткосрочные деньги. А именно, продавцы могли обратить свои доллары в фунты и одновременно путем продажи фунтов на срок озаботиться их превращением через месяц вновь в доллары. Напротив, по имеющимся у меня цифровым данным, в конце февраля 1921 года можно было путем продажи наличных фунтов в Милане и обратной покупки их с месячным сроком получить ставку более чем на 25% превышающую любую процентную ставку, которую можно было бы получить в Милане за наличные лиры в течение месяца.

Интересно отметить, что когда разница между ставками на срок и кассовыми временно становилась очень велика (что является показателем необычайной активности спекуляции), то спекулянты часто оказывались на верном пути. Так, напр., чрезвычайный дисконт срочных долларов, наблюдавшийся в большей или меньшей степени с ноября 1920 г. по февраль 1921 г., что служило указанием на склонность рынка к фунтам, — этот дисконт совпал с сенсационным повышением курса фунта ст. с 3,45 до 3,90. Дисконт достиг предельной высоты, когда фунт достиг самого низкого курса, и был самым низким в мае 1921 г., когда фунт достиг высшей точки этой кривой. Это свидетельствует о том, как средняя настроений биржевиков - специалистов поразительно предвидит события. Равным образом высокий дисконт за доллары на срок в конце 1922 года должен быть частично отнесен на счет превалирующей спекуляции на повышение в отношении ф. ст. в ожидании востановления паритета его, а не только за счет дешевых денег, которыми Лондон располагал сравнительно с Нью-Йорком.

Это видимо относится и к франкам. В январе и феврале 1921 г. необычайная премия за франки на срок указывала на то, что по мнению биржи курс франка слишком сильно упал, как оно в действительности и оказалось. Мнение биржи изменилось как раз тогда, когда франк достиг наивысшей точки (в конце июля 1921 г.), и оно опять оказалось верным. В течение первых пяти месяцев 1922 года, когда франк почти стабилизировался, кассовые котировки и котировки на срок фактически были на одном уровне. Продолжающееся падение франка с июля 1922 года сопровождалось всегда и часто значительным дисконтом франков на срок. Это опять-таки свидетельствует, что спекуляция профессионалов на понижение франка оказалась правильной. С лирой повторилась почти та же история. Читатель при изучении таблиц сам убеждается, что строгие обобщения здесь неприменимы, но биржа по большей части оказывалась на правильном пути, когда благодаря премиальным ставкам совершенно отчетливо выявлялось ее мнение.

Этот вывод должен показаться неожиданным при тех гигантских потерях, которые понесли спекулянты на европейских валютах, в особенности те из них, которые играли на повышение. Однако большинство спекулянтов-любителей всего мира играет на наличных покупках валюты, предполагая ее повышение. Сделки же на срок им и неизвестны, и недоступны. Подобная спекуляция может временами укреплять рынок наличной валюты, но она не имеет никакого влияния на разницу между кассовым и срочным курсом, что только и подлежит здесь обсуждению. Приведенный вывод ограничивается тем фактом, что тип профессиональной спекуляции, обслуживающий рынок сделок на срок, в случае необычайной актуальности и единства настроения в целом, обнаруживает правильную ориентацию и оказывается полезным фактором, умеряя дикие колебания, которые иначе имели бы место.

Из различных практических выводов, вытекающих из вышеизложенного и из приведенных цифр, я выделю три:

1. Валюты, колебания которых наиболее беспорядочны, когда торговец больше всего нуждается в средствах избежать риска, это как раз те валюты, в которых возможности заключения сделок на срок по умеренным ставкам менее всего развиты. Это вовсе не обусловливается само по себе недостаточной устойчивостью этих валют, а скорее сопутствующими обстоятельствами, как, напр., недоверием к внутренним мероприятиям страны или к ее кредиту, боязнью внезапного введения обязательных постановлений относительно девиз или моратория и иными обстоятельствами, как это было указано выше. Нет никаких теоретических оснований к тому, чтобы при в высшей степени неустойчивых курсах валюты исключалась возможность прекрасного рынка срочных сделок. Поэтому в тех странах, где стабилизация является еще преждевременной, во всяком случае, возможно смягчить вредные последствия колебаний путем организации рынка срочных сделок.

Это задание, которое государственные банки подобных стран должны целесообразно разрешить. Для этого они должны располагать известным количеством иностранной валюты, или же они должны озаботиться привлечением краткосрочных вкладов иностранных банков в их валюте на условиях, внушающих этим банкам полное доверие к свободе и возврату вкладов. Могут быть предложены различные технические системы. Наиболее простой метод, это вмешаться самим банкам в рынок срочных сделок и самим покупать и продавать валюту на срок, взимая соответственные дисконтные и премиальные ставки. Я бы предложил, чтобы государствен-

ные банки не заключали непосредственных сделок с публикой, но с банками и банкирскими конторами, пользующимися признанием, от которых они должны потребовать соответственных гарантий. Они должны ежедневно заранее публиковать ставки на покупку и продажу девиз на один месяц и на три. Эта публикация не должна принимать форму курса валюты, как такового, но скорее форму процентной разницы между сделкой кассовой и на срок, а именно форму котировки двойной операции кассовой сделки в одном направлении и одновременной сделки на срок в другом. Напр., Итальянский банк предлагает продавать наличные фунты и покупать фунты на срок с премией в $^1/_8\%$ в месяц за первые сделки против вторых, и покупать наличные фунты против продажи фунтов на срок по уравнительному курсу. Для проведения этой операции государственные банки должны были бы иметь в своем распоряжении известные средства за границей, в форме наличных денег или кредитных возможностей. Но этот фонд является как бы оборотным фондом, который самопроизвольно пополняется при наступлении сроков по сделкам, так что он никоим образом не должен принимать размеров, необходимых для фонда, идущего на поддержание валюты. Это также операция, сопряженная с бо́льшим риском, чем любое банковское дело. Она свободна от специфически валютного риска.

При такой организации свободных рынков срочных сделок торговец не подвергается валютному риску, если он сам того не желает, и дело может иметь под собой твердую почву даже в мире подверженном колебаниям. В финансовых постановлениях Генуэзской конференции 1922 года подобного рода меры находят одобрение.

В дальнейшем (в главе V) я буду обосновывать предложение, согласно которому Английский Банк должен укрепить свое положение тем, что он каждый четверг будет устанавливать цены на золото наличное и на срок, как это сейчас делается в отношении его учетного процента. Но и прочие центральные банки равным образом могли бы усилить свое воздействие на колебания валюты, если бы они солидаризировались с изложенным выше планом, котируя ставки по сделкам с валютой на срок, выраженные в наличной валюте. Путем изменения этих ставок они действительно могут влиять на проценты, предлагаемые по вкладам в иностранной валюте, – политика, которая совершенно отлична от их учетной политики в целях воздействия на получаемые проценты по внутренним вкладам.

2. В настоящее время не является необычным, что банки проводят различие между спекулятивными сделками с валютой на срок и теми, которые служат для покрытия деловых торговых операций, при чем банки предубеждены в отношении первых. Во многих странах были изданы даже официальные постановления относительно валюты с целью проведения такого различия. Я считаю это ошибкой. Банки должны принять строгие меры для точного установления вопроса, могут ли их клиенты покрыть все могущие произойти потери без того, чтобы попасть в затруднительное положение. Но если банки в этом отношении совершенно обеспечены, то нецелесообразно с их стороны продолжать дальнейшие изыскания, и вот по каким причинам.

Прежде всего, почти невозможно воспрепятствовать обходу подобных предписаний. При этом обычно операции, вынужденные прибегать к подобным обходам, уходят в подполье. Результатом являются чрезмерные доходы посредников и переход дела в нежелательные руки.

Но еще более важным и еще менее признанным является то обстоятельство, что состоятельный спекулянт может оказать полезную и даже важную услугу. Так как действительная торговля распределена неравномерно между отдельными частями года, то, как было выше изложено, сезонные колебания могут быть черезчур сильными, если бы с финансовой стороны не вмешался неторговый фактор для достижения равновесия. Свободный рынок сделок на срок, без устранения спекулятивных сделок, дает достаточные возможности торговцам избегать спекулятивных операций, если они того желают. Достигнутые благодаря этому преимущества распространялись бы на всех торговцев в целом, как, напр., при торговле хлопком путем сделок с «предстоящими разгрузками» на нью-иоркской или ливерпульской бирже. Там, где риск неизбежен, значительно лучше если его несет тот, кто в состоянии или желает его нести, чем торговец, у которого нет к тому ни возможности, ни желания и внимание которого этим отвлекается от его непосредственного дела. Сильные колебания главнейших валют за последние три года (в противоположность продолжающемуся уменьшению ценности их) не могут быть приписаны спекуляции, а скорее недостаточным размерам этой спекуляции по сравнению с размерами торговли.

3. Отсутствие анализа отношений между кассовым и срочным курсом валюты часто является в известной мере причиной ложной учетной политики. Дорогие деньги, т.-е. высокие проценты за краткосрочные деньги, оказывают двоякого рода влияние. Первое является косвенным и постепенным, именно уменьшение размера предоставляемого банками кредита. Это влияние в настоящее время почти такое же, каким оно было всегда. Оно является желательным, когда цены растут и дела стремятся к расширению быстрее, чем это может надолго позволить предложение эффективного капитала и действительный спрос. Но это влияние нежелательно, когда цены понижаются и торговля падает.

Другое влияние дорогих денег, или, вернее, более дорогих денег в одном месте, чем в другом, выражалось в уходе золота из более дешевого пункта для временного помещения его в более дорогом. Но в современных условиях единственное непосредственное влияние дорогих денег заключается в новом приспособлении разницы между кассовыми и срочными ставками в обоих пунктах. Если деньги в Лондоне становятся дороже, дисконт долларов на срок уменьшается или обращается в премию. Выше было отмечено влияние сравнительного удешевления денег в Лондоне во второй половине 1922 года на повышение дисконта в отношении долларов на срок, и влияние сравнительного удорожания денег в средине 1923 г. на уменьшение этого дисконта. Таковы при современных условиях важнейшие прямые последствия умеренного расхождения процентных ставок в двух пунктах, конечно, независимо от косвенного и длительного его влияния. Так как никто в настоящее время не станет легко перебрасывать значительные суммы денег на небольшое время из одного места в другое лишь для выигрыша на процентных ставках $^1/_2\%$ или 1% в год, когда вдобавок надо принять на себя непокрытый валютный риск,—то прямое влияние дорогих денег на абсолютную высоту валютных курсов, в противоположность разнице между кассовыми и срочными курсами, очень незначительно; ибо оно ограничено тем сравнительно небольшим давлением, которое оказывает на валютных спекулянтов соотношение ставок на кассовые и срочные сделки [1]). Давление играющих на разнице между

[1]) При повышении ставок ссудного процента в Лондоне дисконт долларов на срок понижается или превращается в премию. Это, вероятно, оказывает влияние в

кассовым и срочным курсом при попытке использовать новую ситуацию приводит скоро к новому приспособлению разницы обеих ставок, пока сделки на срочные римессы (в противоположность валютной спекуляции) не перестанут быть более выгодными, чем до этого времени, и поэтому не перестанут совершаться в сколько-нибудь обширных размерах. Отсюда следует, что на абсолютную высоту кассового курса не оказывается никакого определенного влияния.

Доводы, которые приводятся в пользу установления тесной связи между учетным процентом Английского Банка и американского Federal Reserve Board, часто противоречат друг другу. Возможное влияние действительно высокого банковского процента на общее положение неоспоримо. Но допущение, что умеренное расхождение учетного процента в Лондоне и Нью Йорке непосредственно воздействует на курсы фунта ст. и доллара, как это было в условиях размена, является недоразумением. Прямое влияние такого расхождения отражается на дисконтных ставках долларов на срок в отношении наличных долларов; но подобное расхождение может оказать влияние на абсолютную высоту кассового курса лишь в том случае, если изменение относительных учетных процентов сравнимо по величине с колебанием валютных курсов. Это бывало раньше, но теперь больше не случается.

смысле побуждения к спекулятивной продаже долларов на срок (мера этого влияния зависит от отношения разницы между кассовыми и срочными ставками и вероятной величиной колебания кассового курса, на который направлена спекуляция). И, поскольку это будет иметь место, продажи с целью покрытия наличных долларов банками изменят валютный курс в пользу Лондона.

ГЛАВА ЧЕТВЕРТАЯ.

Цели денежной политики.

Первые две главы, в которых мы говорили о тяжелых последствиях неустойчивости покупательной силы денег и о влиянии нужд государственных финансов, показали практическое значение исследуемого вопроса для блага всего общества. В третьей главе сделана попытка теоретического обоснования, на котором должно покоиться наше положительное построение. В настоящей и следующей главе мы можем непосредственно обратиться к рассмотрению возможных средств помощи.

Неустойчивость денег в большинстве стран, за исключением Соединенных Штатов, слагалась из двух элементов: сюда относилось, во-первых, устранение устойчивости валюты страны в отношении того, что считали мерилом ценности, а именно в отношении золота; во-вторых, неустойчивость покупательной силы золота как такового. Внимание сосредоточилось преимущественно на первом из этих двух элементов (напр., в Cunliffe Commitee). Часто допускают, что восстановление золотого мерила, т.-е. размена валюты каждой страны на золото по твердо определенному курсу, безусловно является нашей целью и наиболее спорный вопрос в том, должна ли валюта каждой страны быть доведена до довоенной золотой ценности или же до более низкой, приближающейся к современным условиям; другими словами, предстоит выбор между дефляцией и девальвацией.

Однако, это допущение слишком поспешно. Если мы присмотримся к движению цен за последние пять лет, то бросается в глаза, что Соединенные Штаты, имевшие счастье сохранить в течение всего времени золотое мерило ценности, подвергались таким же испытаниям, как и другие страны; далее, в Великобритании недостаточная устойчивость золота являлась более значительным фактором, чем недостаточная устойчивость валюты, то же самое относится даже к Франции, а в Италии первая по своему значению была равносильна последней. С другой стороны, в Индии, где наблюдались сильные колебания валютного курса, мерило ценности, как мы это увидим ниже, было значительно устойчивей, чем в какой бы то ни было другой стране.

Поэтому установление твердых валютных курсов не избавит нас от затруднений с валютой. Возможно даже, что подобный шаг ослабит нашу возможность овладеть положением вещей. Проблема стабилизации имеет различные стороны, которые мы должны рассмотреть в отдельности:

1. Девальвация и л и дефляция. Желаем ли мы мерило ценности, все равно является ли им золото или нет, установить применительно к его современной оценке? Или же мы желаем привести его к его довоенной ценности?

2. Стабилизация цен и л и стабилизация валютных курсов. Важнее ли, чтобы ценность национальных денег была устойчива в отношении их покупательной силы, или же в отношении валют других стран?

3. Восстановление золотого мерила. Является ли, в свете наших ответов на первые два вопроса, золотое мерило, хотя и несовершенное в теории, на практике самым лучшим из имеющихся в нашем распоряжении средств для достижения наших целей?

Когда мы разрешим эти основные вопросы, мы сможем в следующей главе обратиться к некоторым предложениям конструктивного характера.

I. Девальвация или дефляция.

Политику такого ограничения размеров денежного обращения страны в отношении потребности ее в покупательной силе в форме денег, при котором меновая ценность валюты по отношению к золоту или товарам возрастает,—такую политику обычно называют дефляцией.

Противоположную политику стабилизации ценности валюты на какомлибо уровне, близком к современной ее ценности, и безотносительно к довоенной ценности,—называют девальвацией.

До Генуэзской Конференции в апреле 1922 года публика не проводила строгого различия между обоими приемами, и острое противоречие их привлекло внимание лишь позже. Даже теперь (октябрь 1923 г.) вряд ли есть в Европе страна, где подлежащие органы имели бы ясное представление о том, заключается ли их политика в стабилизации ценности их валюты или же в поднятии ее. Стабилизация применительно к существующему уровню рокомендуется международными конференциями [1]), и действительная ценность многих валют скорее склоняется к падению, чем к повышению. Но судя по другим признакам, заветное желание европейских государственных банков, являются ли их попытки успешными, как в Чехо-Словакии, или безуспешными, как во Франции,—составляет поднятие ценности их валют. Только в одной стране были сделаны практические шаги к фиксации валюты, а именно в Австрии.

Осязательные аргументы против дефляции двоякого рода.

Прежде всего дефляция нежелательна. Она влияет, что всегда вредно, на изменение господствующего масштаба ценности и перемещение богатств в такой форме, которая одновременно оказывается вредной и для хозяйственной жизни и для социальной устойчивости. Как мы уже видели, дефляция приводит к перераспределению богатств в пользу класса рантье и обладателей денежных обязательств за счет всех прочих, тогда как инфляция приводит к противоположному результату. В особенности дефляция влияет на переход имущества от всех должников, т.-е. торгового класса, фабрикантов, крестьян,—к кредиторам,—от активных групп к пассивным.

Помимо длительного, очень значительного давления на налогоплательщиков в интересах обогащения рантье, в переходный период должно выявиться еще одно, более тяжелое затруднение. Политика постепенного

[1]) В то время, как Генуэзская Конференция в общем приняла это положение, представители главным образом тех стран, которых оно касалось, заявили, что в отношении их стран оно применяться не должно. Пеано, Пикар и Тенис, говорившие от имени Италии, Франции и Бельгии, заявляли, каждый в отношении своей страны, что они не желают иметь дела с девальвацией и готовы к восстановлению своих валют на уровне довоенного времени. Невероятно, чтобы реформа явилась результатом общих и одновременных действий, Это признали эксперты Генуэзской Конференции, когда „они осмелились указать на то, что „та страна окажет значительную услугу, которая первая гордо решится дать пример немедленной стабилизации по отношению к золоту“ путем девальвации.

повышения ценности валюты какой-либо страны, скажем, на 100% выше теперешней ее ценности по отношению к товарам (я повторяю здесь аргументы, высказанные в первой главе)—равносильна об'явлению каждому торговцу и каждому фабриканту, что в течение известного времени их запасы товаров и их сырье неизменно будут падать в своей ценности,—и каждому, кто финансирует свое дело путем кредита, что он рано или поздно на своих обязательствах потеряет 100% (ибо, при переводе на товар, ему придется уплатить вдвое против взятого). Современное предприятие, которое весьма широко прибегает к кредиту, должно с необходимостью быть приведено в состояние застоя. В интересах каждого, причастного к деловой жизни, будет приостановить на это время свое дело и в интересах каждого, кому предстоят закупки, отложить их на возможно более долгий срок. Умнее всего поступает тот, кто обращает свое состояние в наличные деньги, уходит от риска и треволнений деловой жизни и в укромном сельском одиночестве выжидает предстоящего неизменного увеличения ценности своей кассовой наличности. Уже ожидание вероятного наступления дефляции — плохо; ожидание же безусловного наступления ее—разрушительно. Механизм современной деловой жизни еще менее приспособлен к колебаниям ценности денег, направленным вверх, чем вниз.

Во-вторых, во многих странах дефляция, если даже она желательна, оказывается невозможной, т.-е. дефляция, достаточная для приведения валюты снова к ее довоенному уровню. Бремя, которое пришлось бы возложить на налогоплательщиков, было бы невыносимым. Я не должен прибавлять ничего к тому, что уже сказано было по этому поводу во второй главе. Из-за своей практической невозможности, это средство было бы безвредным, если бы оно не преграждало пути противоположной политике и этим не удлиняло бы период неопределенности и тяжких сезонных колебаний, и если бы оно не находило применения в единичных случаях, сильно вредя хозяйственной жизни. Тот факт, что восстановление валюты до ее довоенного уровня все еще является официально возвещенной политикой французского и итальянского правительств, препятствует проведению в этих странах всякой разумной реформы. Все те—а в финансовом мире их много—кто желает показаться «благородным», вынуждены говорить вздор. В Италии, где разумные хозяйственные воззрения пользуются очень значительным влиянием, и которая совершенно созрела для реформы денежного обращения, Муссолини угрожал восстановлением прежней ценности лиры. К счастью для итальянского налогоплательщика и для итальянской деловой жизни, лира ни разу не слушалась диктатора и не может быть излечена касторовым маслом. Однако подобные разговоры могут отсрочить положительную реформу, хотя нельзя не усомниться в том, могли бы такой прекрасный политик, даже хвастая и преувеличивая, защищать подобную политику, если бы он ясно понимал, что он другими, но равнозначащими словами, утверждает следующее: «моя политика заключается в понижении наполовину заработной платы, увеличении вдвое национального долга и уменьшении на 50% цен, которые Сицилия получает за вывоз апельсинов и лимонов».

Единственная страна, которая проделала этот эксперимент в скромных, но достаточных размерах—это Чехо-Словакия. Сравнительно свободная от бремени внутренней задолженности и свободная также от значительного бюджетного дефицита, Чехо-Словакия в течение 1922 года, осуществляя политику своего министра финансов д-ра Алоиза Рашина, могла употребить определенные иностранные займы на улучшение валютного курса чехословацкой кроны, который был доведен до тройной высоты сравнительно

с предыдущим годом. Эта политика стоила ей промышленного кризиса и тяжелой безработицы. И во имя чего? Этого я не знаю. И теперь еще чехословацкая крона едва равна $^1/_6$ своего довоенного паритета; и не будучи стабилизована, она подвержена сезонным колебаниям и прихотям политики. Должен ли процесс повышения ее ценности итти дальше любой ценой? В противном случае, когда и на каком уровне должна быть проведена стабилизация? Чехо-Словакия находилась в более благоприятных условиях, чем какая-либо другая страна в Европе, для того чтобы построить свою хозяйственную жизнь на основе здоровой и твердой валюты. Финансы ее были в равновесии, кредит прочен, иностранные вклады достаточны, и никто не стал бы ее упрекать за девальвацию кроны, упавшей не по вине нынешнего государства, а унаследованной от Габсбургской монархии. Ведя неправильную политику в духе мужественной добродетели, она решилась на застой своей промышленности, сохраняя все еще колеблющееся мерило ценности [1]).

Но если восстановление валют многих европейских стран до их прежнего довоенного паритета не является ни желательным, ни возможным, то какие же аргументы обладают такой силой, чтобы эти нежелательные и неосуществимые устремления стали официальной политикой большинства? Важнейшие из них гласят следующее:

1) Оставление золотой ценности валюты страны на низком уровне, к которому привела война, является несправедливостью в отношении класса рантье и других лиц, доходы которых выражались в форме законных денег, и равносильно расторжению договора; напротив, восстановление ценности валюты есть долг чести.

То, что в отношении довоенных обладателей твердо-процентных ценных бумаг была учинена несправедливость, это вне сомнения. И поэтому следовало бы потребовать с точки зрения истинной справедливости восстановления покупательной силы их денежного имущества, а не только его золотой ценности. Но это мероприятие в действительности никем не предлагается. С формальной стороны справедливость не нарушается, ибо вложение капитала имело место не в золотом выражении, а в законной валюте страны. Тем не менее, если бы была возможность в отношении этого класса рантье произвести особую регулировку, соображения справедливости и та точка зрения, что благоразумно выполнять справедливые ожидания, говорили бы в пользу такого решения.

Однако, фактическое положение не таково. Колоссальные эмиссии военных займов растворили довоенное обладание твердо-процентными ценными бумагами, и общество в значительной степени приспособилось к но-

[1]) Я не могу критиковать деятельность павшего ныне от руки убийцы д-ра Рашина во втором периоде его управления, не упомянув о его усилиях в первом периоде, направленных к спасению валюты его страны из царящего кругом хаоса. Штемпелевание австрийских банкнот и сопровождавшее его изъятие части денежных обязательств от обладателей их, является единственным быстро действовавшим, мужественным и успешным финансовым мероприятием из всех проведенных где бы то ни было в Европе. Историю этого мероприятия, принадлежащую перу самого д-ра Рашина, можно прочесть в его «Финансовой политике Чехо-Словакии». Пока эта работа заканчивалась, иные влияния получили господство. Но когда в 1922 г. этот энергичный и деловой министр вновь вернулся к своему посту, он упустил, по моему мнению, благоприятный момент. Он мог бы завершить свою задачу подведением под денежное обращение прочного и устойчивого базиса. Вместо этого он весь свой авторитет употребил на создание помех хозяйственной жизни путем бесцельного дефляционного процесса.

вому положению. Восстановление путем дефляции довоенных ценностей было бы равнозначаще также и повышению военных и послевоенных ценностей; а тем самым притязания класса рантье в общем не только бы вышли за пределы справедливого, но и превысили бы любую мыслимую долю общественного достояния. В действительности справедливость при надлежащей оценке решает в пользу общества в целом. Еще значительно большая часть современных денежных договоров была заключена, когда ценность денег приближалась к современной ценности их больше, чем она приближалась к таковой в 1913 году. Итак, чтобы оказаться справедливыми в отношении меньшинства,—кредиторов, должна быть учинена несправедливость в отношении большинства,—должников.

Эта сторона дела была с поразительной ясностью высказана Ирвингом Фишером [1]). Мы забываем, говорит он, что с точки зрения справедливости не все договоры нуждаются в одинаковом исправлении, и что пока мы спорим о восстановлении путем дефляции идеальной справедливости в отношении договоров, заключенных при прежнем уровне цен, заключаются новые договоры при новом уровне цен. Классификация текущих договоров по времени их возникновения покажет, что одни договоры существуют день, другие месяц, третьи год, некоторые десять лет и даже столетия, но что большинство из них самого позднего происхождения. Таким образом средняя, или мы скажем, центр тяжести общей нынешней задолженности повидимому очень близок к современности. До войны, по грубой оценке Фишера, средняя продолжительность договоров в Соединенных Штатах равна была одному году.

Когда обесценение денег длится достаточно долго, так что общество приспособляется к их новой ценности, дефляция представляется даже более вредной, чем инфляция. Обе «несправедливы» и обманывают законные ожидания. Но если инфляция в силу того, что она облегчает бремя национальной задолженности и поощряет предпринимательский дух, имеет кое-что за себя, в пользу дефляции нечего сказать.

2) Восстановление валюты до ее довоенной золотой ценности повышает финансовый престиж страны и укрепляет доверие к ее будущему.

Где страна может надеяться восстановить в скором времени довоенный паритет, там нельзя недооценивать этого аргумента. Это может относиться к Великобритании, Голландии, Швеции, Швейцарии и (пожалуй) Испании, но ни к какой другой стране Европы. Этот аргумент не может быть распространен на такие страны, которые, если даже они и в состоянии повысить ценность своих законных денег, не имеют возможности довести их до прежней ценности. Существенным для этого аргумента является то обстоятельство, что довоенный паритет должен быть восстановлен в точности. Для финансового престижа Италии не составит никакой разницы, стабилизируется ли лира на 100 за фунт стерл. или на 60, но для престижа ее важнее стабилизировать лиру на 100, чем оставить ее колеблющейся при 60.

Таким образом приведенный аргумент имеет применение к странам, где валюта понизилась лишь на 5—10% против прежней ее ценности. Его убедительность в этих случаях зависит, по моему мнению, от ответа, который мы дадим на излагаемую ниже проблему, а именно, желаем ли мы

[1]) В его статье «Девальвация или дефляция», опубликованной в «Manchester Guardian» в одном из выпусков, посвященных проблемам восстановления (выпуск 11, от 7/XII 1922 г.).

в будущем, так же как и в прошлом, прочно держаться за неограниченный золотой базис. Если мы подобный базис предпочтем любому из возможных иных, и если будущее доверие к нашей валюте будет поставлено в зависимость не от устойчивости ее покупательной силы, но от твердого установления ее золотой ценности,—тогда, пожалуй, будет правильно претерпеть затруднения дефляции в размере 5—10%. Этот взгляд совпадает со взглядом Рикардо, защищавшим его при сходных условиях 100 лет тому назад (см. ниже стр. 85). Но если мы, с другой стороны, решимся в будущем предпочесть стабилизацию уровня цен твердому золотому паритету, то эта проблема вообще отпадает.

Во всяком случае, приведенный аргумент не затрагивает нашего основного вывода, что для стран, валюта которых подверглась длительному и серьезному обесценению, единственная правильная политика заключается в девальвации и твердом установлении ценности денег на уровне близком к ее современной ценности, к которой приспособились деловая жизнь и заработная плата.

3) Когда золотая ценность валюты данной страны может быть повышена, рабочий класс выигрывает от этого вследствие уменьшения стоимости средств существования. Иностранные товары можно будет получать дешевле и иностранные долги, выраженные в золоте (напр., задолженность Англии по отношению к Соединенным Штатам), можно будет погасить с меньшим напряжением.

Этот аргумент, покоящийся на чистой иллюзии, имеет такое же значение, как оба предыдущих. При повышении франка,—так гласит аргумент,—заработная плата выплачиваемая во франках приобретет большую покупательную силу и предметы ввоза во Францию, оплачиваемые во франках, станут дешевле. О, нет! При повышении франка можно будет приобрести пропорционально большему количеству товаров и большее количество рабочей силы. Это значит, что заработная плата упадет, и французский вывоз, который, как известно, оплачивает ввоз, будучи выражен во франках, упадет в ценности пропорционально ввозу. Точно также не составит никакой разницы по отношению к массе товаров, ценность которой Англия должна экспортировать в Америку для покрытия своей задолженности в долларах останется-ли, в конце-концов, фунт стерлингов на уровне 4 долл. или вернется к своему довоенному паритету. Бремя этого долга находится в зависимости от ценности золота, в котором он выражен, но не от ценности фунта. Видимо люди с трудом понимают, что деньги являются только посредником и не имеют самодовлеющего значения, что они переходят из одних рук в другие, поступают и расходуются, и когда их работа заканчивается, они исчезают из национального достояния.

В заключение этого параграфа я хочу к спору о дефляции и девальвации процитировать двух авторитетов, Гиббона и Рикардо, из коих один защищает импонирующую, но ложную мудрость человека, который хотел бы быть настоящим государственным деятелем, а другой в ясной формулировке выражает мнение образованного ума. В одиннадцатой главе «Упадка и крушения» Гиббон считает невероятным рассказ о том, что дефляционное рвение Аврелия в 274 году к восстановлению чистоты монеты вызвало возмущение, стоившее жизни 7.000 солдатам. «Мы естественно должны были ожидать»,—говорит Гиббон,—«что восстановление ценности монеты должно было бы быть таким же народным мероприятием, как уничтожение старых обязательств, сожженных по приказу Цезаря на Троянском форуме. В эпоху, когда взаимоотношения хозяйственной жизни

понимались так несовершенно, наиболее желательная цель могла быть, пожалуй, достигнута путем жестоких и несправедливых мероприятий. Но временная тягота подобного рода вряд ли могла вызвать или приблизить гражданскую войну. Все новые непосильные налоги на землевладение или на жизненные потребности могли, в конце концов, возбудить тех, кто не хотел и не мог покинуть страны. Но совсем иначе при мероприятии, все равно какими средствами проводимая, но направленном на восстановление справедливой ценности денег».

Пусть Рим плохо понимал связи хозяйственной жизни в 3-м столетии, а также не понимает их в совершенстве в XX столетии; но это ведь не предохраняет граждан от их влияния. Муссолини может извлечь пользу из анналов Аврелия. который «по незнанию или пренебрежению к рамкам поставленным гражданскими установлениями» пал от руки убийцы спустя год после дефляции валюты, «оплакиваемый армией, ненавидимый сенатом, но пользующийся всеобщим признанием, как воинственный и счастливый властелин, как удачный, хотя и суровый реформатор дегенерирующего государства».

Рикардо в своей речи в палате общин 12 июня 1822 года[1]) свое мнение выразил следующим образом: «Если бы в 1819 году валюта была на уровне 14 шил. за банкноту в 1 ф. ст., как это было в 1813 г., то я полагал бы, взвесив все преимущества и отрицательные стороны, что было бы хорошо зафиксировать валюту на ее тогдашнем уровне, к которому приноровилось большинство существовавших договоров. Но так как валюта отклонилась менее, чем на 5% от своего паритета, то по моему мнению лучше было бы вернуться к прежнему состоянию».

То же он повторил в своем «Покровительстве сельскому хозяйству», где он одобряет восстановление прежнего паритета, когда золото стояло на уровне £ 4.2 шил. за унцию, но прибавляет, что если бы оно стояло на уровне £ 5.10 шил. «то ни одно мероприятие не было бы более нецелесообразным, чем стремящееся вызвать столь сильное изменение всех существующих обязательств».

II. Стабилизация цен или стабилизация валюты.

Курс валюты какой-либо страны, при тех оговорках, которые были указаны в главе третьей, в отношении валюты остального мира (для простоты мы допускаем, что существует только одна иностранная валюта) зависит от соотношения между внутренним и внешним уровнем цен; отсюда следует, что валюта только тогда может быть устойчивой, когда как внутренний, так и внешний уровень цен устойчив. Поэтому, если внешний уровень цен ускользает от нашего контроля, то мы или должны сосредоточить свое внимание на внутреннем уровне цен или же должны примириться с тем, что наш валютный курс будет подвержен внешним влияниям. Когда внешний уровень цен неустойчив, мы не можем одновременно сохранять устойчивость как нашего собственного уровня цен, так и валютного курса. Мы вынуждены выбрать одно из двух.

---

[1]) Большие дебаты 11 и 12 июня 1822 года по поводу предложения Уэстерна о возобновлении размена и особенно руководящие речи Уэстерна и его противника Гэскиссона, ярко освещают с какой закономерностью повторяются те же бедствия на почве дефляционного повышения мерила ценности, и как остается неизменной антитеза между мнениями приверженцев дефляции и девальвации. Я позволю себе усомниться в том, что кто-нибудь из современных приверженцев дефляции мог бы произнести речь, которая была бы так талантлива и вместе с тем так несправедлива, как речь Гэскиссона.

До войны, когда почти весь мир базировался на золоте, мы безоговорочно предпочитали устойчивость валютного курса устойчивости цен и были готовы принять на себя социальные последствия изменения уровня цен, происшедшие по причинам, находящимся вне нашего воздействия, напр., вследствие открытия новых золотых россыпей в чужих странах или изменения иностранной банковской политики. Но мы переносили это частью потому, что не осмеливались довериться менее автоматической, хотя и более разумной политике, частью потому, что колебания цен фактически были незначительны. Несмотря на это были защитники иного взгляда В особенности предложения проф. Ирвинга Фишера в пользу «компенсированного доллара» исходили, при условии если бы все страны солидаризировались с этим планом, из предпочтения устойчивости внутреннего уровня цен устойчивости иностранного курса валюты.

Правильный выбор не является с необходимостью одинаковым для всех стран. Он частью должен зависеть от относительного значения иностранной торговли в хозяйственной жизни страны. Тем не менее почти в каждом случае интуиция говорит в пользу устойчивости цен, если только она достижима. Устойчивость курса валюты имеет свои преимущества в том, что она содействует успеху и благосостоянию лиц прикосновенных к внешней торговле. С другой стороны, устойчивость цен имеет огромнейшее значение для избежания разнообразных зол, описанных в первой главе. Договоры и деловые калькуляции, предполагающие устойчивый курс валюты даже в такой торговой стране, как Англия, по необходимости значительно реже, чем предполагающие устойчивость внутреннего уровня цен. Главнейший аргумент в пользу предпочтения первой цели, повидимому, тот, что стабилизация курса валюты легко достижима, ибо она только требует, чтобы в основу было положено одно и то же мерило ценности внутри и вне страны. Напротив, такое внутреннее мерило, которое поддерживало бы устойчивость индексов цен, было бы не легким и до сих пор не осуществленным на практике научным новшеством.

Совсем недавно можно было отметить интересный пример страны, которая скорее случайно, чем планомерно, пользовалась преимуществами относительно устойчивого внутреннего уровня цен за счет колеблющегося курса валюты,—это пример Индии. Общественное внимание в такой степени обращено на курс, как пробный камень успешной финансовой политики, что индийское правительство не так энергично защищало себя против тяжких упреков за то, что произошло, как оно могло бы это сделать. В период высокой кон'юнктуры 1919/20 гг., когда цены мирового рынка поднимались, валютному курсу рупии позволили все повышаться и повышаться. Следствием этого было то, что высший уровень, которого достиг индийский индекс в 1920 году, превышал среднюю цифру 1919 года лишь на 12%, в то время как в Англии разница была на 29%. Отчет «Индийского комитета по денежному обращению», которым индийское правительство так неудачно, и не учитывая быстрой смены условий, руководствовалось в своей деятельности, находился в известной мере под влиянием того соображения, что для такой страны как Индия, в особенности при тогдашних политических условиях, весьма важно избегнуть стремления внутренних цен к значительному повышению. Критика в свете последующих событий, указывавшая, что в этом опыте индийское правительство зашло слишком далеко, когда сделало попытку поднять рупию до 2 шилл. 8 п.,—совершенно права. Такой высокой цифры не предусматривал и комитет по денежному обращению. Цены вне Индии никогда так высоко не подымались, чтобы они, с точки зрения поддержания устойчивости индийских цен на уровне 1919 года,

могли оправдать валютный курс выше 2 шил. 3 п. С другой стороны, когда мировые цены потерпели крушение, то и курсу рупии предоставили падать одновременно с ними. Вследствие этого самый низкий индекс 1921 года оказался лишь на 16% ниже самого высокого индекса 1920 г., в то время как в Англии эта разница равнялась 50%. Нижеследующая таблица дает подробности.

Сроки.	Индийские цены.	Английские цены (Statist).	Ценность рупии в фунтах стерлингов.	
			Паритет покупат. силы.	Действительн. курс.
Средняя 1919 г.	100	100	100	100
Высш. предел 1920 г.	112	129	115	152
Низш. предел 1921 г.	95	65	69	72
Средняя 1922 г.	90	64	71	74

Если бы английское правительство с успехом стабилизировало курс рупии по отношению к фунту стерлингов, то оно обрекло бы Индию на сильные колебания цен наподобие Англии. Итак, необоснованное предвзятое мнение, что восстановление прочного курса валюты является единственной достойной целью, заслуживает более строгой проверки, чем та, которой оно обычно подвергается.

Особенно это должно иметь место тогда, когда виды на введение большинством стран одинакового масштаба ценности очень отдаленны. Если бы стабилизация курсов валюты была достигнута принятием золотого базиса почти всем миром, так что иной базис казался бы случайным, изолированным явлением, то большие преимущества прочности и удобства говорили бы в пользу консервативного предпочтения золота. Но и в таком случае удобства для торговли и примитивная склонность к солидному металлу, по моему мнению, были бы недостаточны, чтобы поддержать господство золота, если бы сюда не присоединилось еще то, наполовину случайное обстоятельство, что в течение многих лет в прошлом золото не только создавало устойчивые курсы валюты, но и устойчивый в целом уровень цен. Фактически выбор между устойчивым курсом валюты и устойчивыми ценами не являлся тогда актуальной дилеммой. И когда до открытия южно-африканских россыпей стали считать, что предстоит прогрессивное падение уровня цен, то страстность биметаллического спора показала нам какое создавалось недовольство, как только господствующий масштаб ценности оказывался несовместимым с устойчивостью цен.

И действительно, весьма сомнительно, могла ли довоенная система регулирования международного золотого потока справиться с такими значительными и внезапными различиями уровня цен разных стран, какие в последнее время имели место. Недостаток довоенной системы установления валютного курса данной страны в отношении заграницы и приспособления к нему внутреннего уровня цен (это значит, что уровень цен находился в зависимости от внешних влияний),—состоял в том, что техника этой системы была слишком медлительной и недостаточно чувствитель-

ной. Недостаток послевоенной системы, когда уровень цен, главным образом, зависит от внутренних влияний (т.-е. внутренней денежной и кредитной политики) и заграничные валютные курсы должны к ним приспособляться,—заключается в том, что эта система слишком легко реагирует и чересчур чувствительна. Отсюда вывод, что она сильно реагирует и на преходящие причины. И все же когда колебания значительны и внезапны, тогда необходима быстрая реакция для поддержания равновесия; именно необходимость быстрой реакции была одним из факторов, сделавших довоенный метод неприменимым в послевоенных условиях и приведших к тому, что все стали нервными, и каждый требовал окончательной фиксации валюты.

Для нас ясна последовательность причин, на которой базировалось функционирование довоенной системы. Когда золото уходило из центральных резервов страны, это оказывало давление на учетную политику и кредитные возможности и влияло таким образом на спрос, а поэтому и на цены тех товаров, которые чувствительнее всего реагировали на легкость кредита, и распространяло все шире, через посредство этих товаров, давление на цены товаров вообще, включая и товары международного оборота. Давление это доходило, наконец, до того, что при новом уровне цен, иностранные товары казались на родине их дорогими, а отечественные товары за границей дешевыми, и благоприятный баланс восстанавливался. Но этот процесс требовал ряда месяцев, чтобы его влияние обнаружилось. При нынешних условиях золотые резервы могут уменьшиться в угрожающей степени прежде, чем компенсирующие силы успеют оказать свое влияние. Кроме того движение процентных ставок вверх или вниз может иногда оказать бо́льшее влияние на привлечение иностранного капитала или на помещение собственных капиталов за границей, чем оказать воздействие на движение внутренних цен. Где недостаток равновесия сводился лишь к сезонным колебаниям, там это было неограниченным преимуществом. Ибо значительно лучше, чтобы между вялым и оживленным сезоном иностранные вклады передвигались в одну и другую сторону, чем чтобы цены колебались вверх и вниз. Но где нарушение равновесия вызывалось длительными причинами, там его восстановление и до войны могло быть неполным, ибо привлечение иностранных займов, которые восстановили бы на время равновесие, могло скрыть серьезность положения и привести страну к жизни не по средствам в течение значительного времени с опасностью нехватки в конечном счете.

Сравним с этим очень чувствительную реакцию послевоенной системы. Когда при существующем валютном курсе количество предложенных на бирже до полудня фунтов превышает количество предложенных долларов, то в наличности более не оказывается золота по твердой экспортной цене, чтобы перешагнуть создавшуюся пропасть. В результате курс доллара должен столько времени подниматься, пока по повышенному курсу предложение обеих валют по отношению друг к другу не сравняется. Но неизбежным следствием этого является то, что в течение получаса относительные цены товаров, служащих об'ектами англо-американской торговли, как хлопок или электролитическая медь, соответственно изменяются. Если американские цены не изменяются, чтобы известным образом пойти им навстречу, то английские цены подымаются немедленно вслед за валютой.

Это означает, что относительные цены изменяются в зависимости от влияния совершенно прихотливых колебаний политики и настроений, а равно и давления сезонных колебаний. Но это означает вместе с тем, что послевоенная система является весьма быстрым и сильно действующим коррективом при действительных нарушениях равновесия в международных

платежных балансах, каковы бы ни были их причины, и прекрасным предупредительным средством в отношении тех стран, у которых возникает искушение расходовать за границей свыше своих средств.

При значительном нарушении господствовавшего до того равновесия между внутренним и внешним уровнем цен, довоенная система на практике, вероятно, оказалась бы бессильной, и именно по той причине, что приспособление внутренних цен не было бы достаточно быстрым. Во всяком случае, в теории довоенная система могла бы рано или поздно проявить свое влияние при том предположении, что циркуляция золота не ограничивалась бы до тех пор, пока не наступит в нужных размерах инфляция или дефляция цен. Но на практике обычно существует предел для курса и суммы, до которых можно допустить уход за границу эффективных валютных денег или их металлического покрытия. Когда предложение денег или кредита сокращается быстрее, чем совершается падение цен, допускаемое социальными и хозяйственными отношениями, тогда создаются невыносимые последствия. Может-быть некоторые понижения монетной единицы, неизменно повторявшиеся в денежной истории позднего средневековья, могут быть в действительности сведены к аналогичной причине. До открытия Нового Света благородные металлы в Европе в течение долгого времени заметно убавлялись в силу естественного потребления их без соответствующего прироста, а также вследствие отлива их на восток. Следствием было то, что время от времени, напр., английский уровень цен оказывался более высоким, чем европейские цены. Отсюда тенденция серебра уплывать за границу, быть-может, еще усилившаяся вследствие особых привходящих причин. Это привело к жалобам на «недостаток денег», что в действительности указывает на более быстрый отлив денег, чем соответствующее падение цен, допускавшееся социальной организацией. Без сомнения, некоторое ухудшение монеты оказывало помощь казначеям, папавшим в затруднительное положение. Но, несмотря на это, оно было, может быть, наилучшим из имевшихся средств для разрешения валютной проблемы [1]). Мы более мягко отнесемся к порче фунта стерлингов Эдуардом III, если мы это мероприятие будем рассматривать как способ стабилизации внутреннего уровня цен предпочтительно пред стабилизацией иностранных валют, и мы должны прославить этого монарха, как гениального предшественника Ирвинга Фишера в отстаивании «компенсированного доллара»; только первый был счастливее второго в смысле возможности претворить теорию в практику.

Читатель, далее, должен обратить внимание на различную роль учетной политики при одной и другой системе. В довоенной системе учетная политика играет существенную роль в деле восстановления равновесия внутренних и внешних цен. В послевоенной системе она менее необходима, так как колебания курсов могут восстановить равновесие и без ее вмешательства. Все же учетная политика, естественно, остается пригодным средством воздействия на внутренний уровень цен, а тем самым и на валютные курсы, если мы хотим то или другое довести до иного уровня, чем тот, которого мы иначе достигли бы.

III. Восстановление золотого базиса.

Наши выводы до сих пор сводятся к тому, что в случае несовместимости стабилизации внутреннего уровня цен и стабилизации курса

[1]) Ср. Hawtrey. „Currency and Credit", глава XVII.

валюты, мы в общем должны предпочесть первую, и что в тех случаях, когда дилемма становится актуальной, поддержание первой за счет второй, к счастью, является пожалуй путем наименьшего сопротивления.

Восстановление золотого стандарта на довоенном ли паритете или каком-либо ином уровне, несомненно, не может привести к полной устойчивости цен, к полной же устойчивости курса валюты приведет лишь в том случае, если все прочие страны тоже введут золото. Насколько целесообразным представляется вводить его вновь, зависит от того, создаст ли оно нам лучший практический компромисс между двумя несовместимыми идеалами.

Сторонники золота в противовес иному научно обоснованному стандарту выдвигают двоякого рода утверждение: во-первых, что золото на практике оказалось в известной степени устойчивым мерилом и впредь будет таковым; во-вторых, что вследствие того, что правящие органы столь же часто могут оказаться лишенными разумения, как и обладающими им, с искусственной валютой рано или поздно можно притти к плохим результатам. Здесь консерватизм и скептицизм являются союзниками, как это часто бывает. Но, может-быть, сюда еще присоединяются предрассудки, ибо запах золота и его окраска все еще сохраняют свой престиж.

Та успешность, с какой золото при всех превратностях XIX столетия сохраняло устойчивую ценность, конечно, заслуживает внимания. Я высказал свою хвалу ему еще в первой главе. После открытий в Австралии и Калифорнии ценность его стала значительно понижаться, а накануне эксплоатации Южной Африки стала значительно возрастать. Но в обоих случаях она опять выправилась и сохранила свою славу.

Но условия будущего не те, что в прошлом. Мы не имеем достаточного основания ожидать в будущем тех особых условий, которые до войны поддерживали это своеобразное равновесие. Ибо каким же иным может быть удовлетворительное об'яснение хорошего поведения золота в XIX столетии?

Прежде всего прогресс в области открытия месторождений золота шел приблизительно тем же темпом, как и прогресс в других направлениях. Это соответствие не было делом случая, так как характерной чертой прогресса этой эпохи было последовательное открытие и разработка земной поверхности, что естественно pari passu должно было привести к извлечению на свет более отдаленных месторождений золота. Но эта историческая стадия почти заканчивается. Прошло четверть века без открытия новых сколько-нибудь значительных месторождений золота. Материальный прогресс зависит в настоящее время больше от развития научных и технических знаний, которые лишь в исключительных случаях находят применение к добыче золота. Могут пройти годы без значительного улучшения методов эксплоатации золота. Возможно также, что гений химика претворит в жизнь грезы прошлого и забытые плутовские проделки, превратив сырые материалы в благородные металлы подобно Сатлю [1]), или добудет, как в сказке, золото из морской воды. Золото угрожает стать более дорогим или дешевым. В обоих случаях ожидание, что цепь случайностей сохранит устойчивость ценности металла, является сумасбродным.

Но еще вторая причина иного порядка до сих пор приходила на помощь стабилизации. Ценность золота не зависела от политики или решений отдельного организма; значительная часть предложения находила

---

1) Главный герой комедии Джонсона «Алхимик». Примеч. переводчика.

себе применение вне всякого влияния рынка, в художественной промышленности или в хранилищах Азии, ибо предельная ценность золота диктуется долгим психологическим предпочтением металла прочим об'ектам. Это думают, когда говорят, что золото имеет «внутреннюю ценность» и свободно от опасностей «регулируемой валюты». Самопроизвольное многообразие влияний, обусловливающих ценность золота само по себе оказывает стабилизирующее влияние. Произвольный и изменчивый характер отношения между золотым резервом и обязательствами, которого придерживались многие эмиссионные банки мира, являлся, будучи далеко не неожиданным фактором, скорее элементом стабилизации. Ибо, когда золота было относительно много, оно притекало в банки и, оставаясь там, несколько улучшало их золотые резервы, а когда его относительно становилось мало, тот факт, что банки не имели в виду употребить когда-либо свои золотые резервы для какой бы то ни было практической цели,—позволял им хладнокровно относиться к умеренному уменьшению своего покрытия. Значительная часть притока южно-африканского золота, в период окончания бурской войны до 1914 года, могла проложить себе дорогу к центральным золотым резервам европейских и иных стран с минимальным влиянием на цены.

Война произвела в этом большое изменение. Золото само стало «регулируемой валютой». На Западе, как и на Востоке, научились припрятывать золото в резерв; однако мотивы в Соединенных Штатах не те, что в Индии. Теперь, когда большинство стран отказалось от золотого стандарта, предложение металла было бы в сильном избытке, если бы главный потребитель ограничил свою наличность размерами действительной потребности. Соединенные Штаты не могли допустить падения золота до его «естественной» ценности, ибо они не могли согласиться на вытекающее отсюда обесценение своего базиса. Поэтому они были вынуждены вести дорого стоящую политику: все, что с таким трудом горнорабочие извлекали на поверхность, хоронить в погребах Вашингтона. Соответственно этому золото в настоящее время имеет «искусственную» ценность, и дальнейшее движение последней зависит почти исключительно от политики «Ведомства Федеральных Резервных Банков» (Federal Reserve Board) Соединенных Штатов. Ценность золота не является больше делом случайных даров природы и мнения многочисленных государственных органов и частных лиц, действующих несависимо друг от друга. Даже в том случае, если другие страны постепенно будут возвращаться к золотому базису, положение существенно не изменится. Тенденция применять вариант масштаба золотых девиз и, повидимому, длительное исчезновение золота из карманов населения приведут вероятно к тому, что безусловно необходимые золотые резервы центральных банков стран с золотым стандартом упадут значительно ниже наличных запасов. Действительная ценность золота будет поэтому зависеть от политики трех-четырех наиболее могущественных центральных банков, безразлично будут ли они действовать независимо друг от друга или по взаимному соглашению. Если, с другой стороны, были бы восстановлены довоенные предписания относительно употребления золота, как резервов или как средства обращения (что по моему мнению является менее возможной альтернативой), то мог бы обнаружиться, как предсказал проф. Кассель, значительный недостаток золота, который привел бы к новому повышению его ценности.

Мы не должны также упускать из виду возможности частичной демонетизации золота со стороны Соединенных Штатов, которые могут закрыть свой монетный двор для дальнейшего приема золота. Современная

политика Соединенных Штатов, допускающих неограниченный ввоз золота может быть, пожалуй, оправдана, как временная мера для охранения традиции и укрепления доверия в переходный период. Но в качестве длительного мероприятия. трудно не признать ее бессмысленной растратой средств. Если Ведомство Федеральных Резервных Банков предполагает держать доллар на уровне, который независим от притока и отлива золота, то какая же цель достигается дальнейшей приемкой на монетные дворы золота, которое не употребляется, но оплачивается по очень высокой цене? Если бы монетные дворы Соединенных Штатов были закрыты для приема золота, то все могло бы остаться попрежнему за исключением современной цены этого металла.

Уверенность в устойчивости ценности золота в будущем зависит, таким образом, от того, окажутся ли Соединенные Штаты настолько глупыми, чтобы и в дальнейшем принимать золото, которое они не употребляют, и достаточно умными, чтобы, раз приняв его, поддерживать ценность его на твердом уровне. Этот двойной процесс мог бы, пожалуй, осуществиться при взаимодействии такого населения, которое ничего не понимает и такого Federal Reserve Board, которое все понимает. Но такое положение не прочно и не может быть слишком привлекательным для страны, у которой есть еще свобода выбора будущего масштаба ценности.

Такая оценка взглядов на устойчивость золота частично уже заранее опровергает и второй основной аргумент в пользу восстановления неограниченного золотого мерила, а именно, что это единственный путь для избежания опасностей «регулируемой» валюты.

Само собой разумеется, что после опытов, проделанных нами, разумные люди будут стремиться к мерилу ценности, не зависящему от министров финансов и государственных банков. Современное положение дало возможность неспособности и бессовестности политиков оказывать разрушительное влияние в хозяйственной области. Создается впечатление, что общий уровень экономического и финансового образования у политиков и банкиров вряд ли достаточно высок, чтобы новшества казались им осуществимыми или несомненными, поэтому фактически главная задача при стабилизации курса валюты, это заключить в оковы министров финансов.

Это основательное сомнение. Но опыт, на котором оно базируется, не вполне правильно оценивает способности государственных людей и банкиров. Не металлические мерила ценности, которыми мы до сих пор оперировали, были всем, чем угодно, но только не научно и спокойно проведенными экспериментами. Они были последним прибежищем, за которое невольно хватались в результате войны или инфляционного обложения, когда государственные финансы уже потерпели крушение, или когда было утрачено всякое господство над положением. Само собой разумеется при таких условиях подобные способы были спутниками и прелюдиями катастроф. Но отсюда не следует делать заключения относительно того, что должно быть осуществлено в нормальное время. Я не вижу почему регулирование мерила ценности нужно считать более трудным, чем многие другие задания, в социальном отношении менее насущные, которые мы успешно разрешаем.

Тем не менее, если бы само небесное провидение охраняло золото, или если бы природа обеспечила нам готовое и устойчивое мерило ценности, то я не доверил бы применения его, как некоторой попытки к улучшению, слабым и неспособным органам управления или правительству. Но этого

нет. Мы не имеем готового мерила. Опыт показал, что в моменты самой большой нужды министров финансов невозможно заключить в оковы. И, — что важнее всего, — в современном мире бумажных денег и банковского кредита, желаем ли мы этого или нет, нельзя спастись от «регулируемой» валюты. Размен на золото ничего не меняет в том факте, что ценность самого золота зависит от политики центральных банков.

Мы на мгновенье задержимся на этом последнем положении. Оно значительно уклоняется от теории золотых резервов, которую мы изучали и которой мы учились до войны. Мы обычно допускали, что ни один центральный банк не мог быть так экстравагантен, чтобы удерживать золота больше, чем он в нем нуждается, или так легкомыслен, чтобы удерживать его меньше этой суммы. Время от времени золото уходило в обращение или заграницу. Опыт показывал нам, что количество требующееся при этих условиях стоит приблизительно в правильном соотношении с обязательствами центральных банков. Более высокая норма считалась бы обеспечением на случай нужды и способом внушить доверие. Создание кредита регулировалось преимущественно путем поддержания этого соотношения покрытия. Напр., Английский Банк подчинялся потоку золота и предоставлял приток и отлив золота их «естественным» последствиям, совершенно не думая препятствовать его влиянию на цены. Уже до войны эта система в силу своего искусственного характера возбуждала сомнения. «Соотношение покрытия» со временем утратило связь с действительным положением вещей и стало в высокой степени условным. При какой-либо иной, большей или меньшей цифре, происходило бы то же самое [1]). Война устранила это условное соотношение, ибо извлечение золота из реального оборота разрушило один из элементов, на котором оно покоилось, а прекращение размена — другой. Было бы бессмысленно сообразовать учетную ставку с «соотношением покрытия», потерявшим всякое значение. В течение последних десяти лет получила развитие новая политика, Учетная ставка в настоящее время применяется, хотя еще несовершенно и ощупью, для регулирования расширения и сужения кредита в интересах стабильности хозяйства и устойчивости цен. Поскольку она применяется для восстановления курсового соотношения с долларом, там, где оно несовместимо с устойчивостью внутренних цен, — мы встречаемся с пережитком довоенного времени и компромиссом между разнородными целями.

Те, кто отстаивают возврат к золотому стандарту, не всегда уясняют себе по каким иным путям следовала наша современная практика. Если мы восстановим золотой стандарт, должны ли мы вернуться также к довоенным понятиям об учетной ставке и предоставить золотому потоку проделывать все козни, которые он только пожелает, над нашим внутренним уровнем цен; должны ли мы далее отказаться от попытки смягчить разрушительное влияние кредитного цикла на устойчивость цен и рынка труда? Или же мы должны продолжать итти по нашему пути и развивать намечающиеся новшества современной политики, не заботясь о «банковском покрытии», и допуская, если это необходимо, нисколько не волнуясь, скопление золотых резервов, выходящих за пределы наших потребностей или же их уменьшение много ниже этих последних?

В действительности золотой стандарт является только варварским пережитком. Мы все, начиная от управляющего Английским Банком, заинтересованы в поддержании устойчивости хозяйственной жизни, цен

---

[1]) Ср., по этому поводу то, что я писал в 1914 году в «The Economic Journal» XXIV, стр. 621.

и рынка труда и не пожертвуем сознательно ими так легко, если мы вынуждены будем выбирать, во имя устаревшей догмы о 3 фунтах ст. 17 шилл. $10^1/_2$ пенсах за унцию золота,—догмы, которая когда-то имела свое значение. Сторонники старого мерила ценности упускают из виду, как далеко оно уклоняется от духа и потребностей нашего времени. Свободное от металла, регулируемое мерило ценности незаметно прокралось к нам. Оно существует. В то время как экономисты дремали, столетняя мечта академиков сбросила свою мантию и облачилась в бумажные лоскутки, и с помощью злых духов, — которые всегда гораздо могущественнее добрых, — а именно, с помощью нечестивых министров финансов, проникла в жизнь.

На этом основании прозорливые сторонники восстановления золота, как Гоутри (Hawtrey), приветствуют его отнюдь не как возвращение к «естественной» валюте и придерживаются решительно того мнения, что валюта эта должна быть «регулируемой». Они допускают золото вновь лишь в качестве конституционного монарха, у которого отняты старые деспотические прерогативы и который вынужден подчиниться суждению парламента банков. Усвоение идей, паривших пред творцами генуэзских постановлений о валюте, является существенным условием для защиты золота Гоутри. Он предвидит практику «постоянной совместной работы центральных эмиссионных банков» (резолюция 3-я) и международную конвенцию, базирующуюся на мериле золотых девиз, и имеющую целью «избежание непомерных колебаний покупательной силы золота» (резолюция 11-ая)[1]). Но он не отстаивает восстановления золотого стандарта, независимо от того «приняты ли или нет меры против затруднений в отношении будущей покупательной силы золота». Он признает, что «не легко вызвать международное воздействие, а если это не удастся, было бы более благоразумным для текущего момента концентрировать усилия на стабилизации фунта стерлингов в отношении товаров, чем связывать его с металлом, колебания которого нельзя предвидеть[2]).

При подобной защите невольно возникает вопрос, почему вообще необходимо держаться за золото. Гоутри отказывается от весьма естественной ссылки для поддержки предложенного им компромисса, а именно, от ссылки на власть чувства и традиции, и склонность англичанина лучше сократить полномочия монарха, чем его обезглавить. Но он приводит три новых основания: 1) Золото, как текучий резерв, необходимо для уравнения сальдо международных долгов; 2) оно делает возможным проведение эксперимента без потери связи с прежней системой, и 3) весьма существенные интересы горнопромышленников, добывающих золото, должны быть приняты во внимание. Но эти цели в такой мере достигаются моими собственными предложениями, изложенными в следующей главе, что нет нужды останавливаться на них.

С другой стороны у меня возникает тяжелое сомнение против введения вновь золота мотивируемого святой надеждой на то, что международное сотрудничество сможет его регулировать. При современном распределении мирового золотого запаса восстановление запаса золотого стандарта неизбежно означает, что мы предоставляем регулирование нашего уровня цен и кредитного цикла резервному ведомству Соединенных Штатов. Даже при самой тесной и сердечной совместной работе Федерального Резервного Ведомства и Английского Банка, первое всегда будет иметь

[1]) «Monetary Reconstruction», стр. 132.
[2]) Там же стр. 22.

преимущество. Федеральное Резервное Ведомство может себе позволить не обращать никакого внимание на Английский Банк. Если же Английский Банк не обратит никакого внимания на Резервное Ведомство, то он подвергается опасности, в зависимости от обстоятельств, быть наводненным золотом или же быть лишенным его. Кроме того, мы заранее можем быть уверенными, что американцы будут подозревать (так они уж устроены), что какое-либо возбуждающее опасение давление со стороны Английского Банка определит их политику или окажет влияние на американские учетные ставки в интересах Великобритании. Далее мы должны были бы принять участие в причитающихся на нашу долю бесцельных издержках по сохранению излишков мирового запаса золота.

Было бы безответственным шагом, при современных условиях, нашу свободу торговли предоставить на усмотрение Федерального Резервного Ведомства Соединенных Штатов. Мы до сих пор не имеем еще достаточного опыта для суждения о его способности действовать мужественно и независимо в период нужды. Федеральное Резервное Ведомство стремится освободиться от влияния частных интересов; но у нас еще нет уверенности, что оно достигнет полного успеха. Ему все еще угрожает опасность быть побежденным кампанией за дешевые деньги. Недоверие к английскому влиянию, далеко не укрепляя Федерального Резервного Ведомства, значительно ослабляет его противодействие популярным лозунгам. Нет уверенности в том, что, независимо от слабости и ошибок, одновременное применение одинаковой политики всегда в интересах обеих стран. Развитие кредитного цикла и хозяйственное положение может быть часто совершенно различным на обоих берегах Антлантического Океана.

Так как я, согласно выше сказанному, считаю чрезвычайно важной устойчивость цен, кредита и рынка труда, и так как у меня нет никакой уверенности, что старомодный золотой стандарт даст хотя бы небольшую долю той устойчивости, которую он давал раньше,—то я отвергаю политику восстановления золотого стандарта на принципах довоенного времени. Вместе с тем я сомневаюсь в целесообразности попытки создания «регулируемого» золотого базиса совместно с Соединенными Штатами по рекомендованному Гоутри способу, так как ему присуще слишком много недостатков прежней системы, но без ее преимуществ, и так как он ставит нас в слишком большую зависимость от политики и желаний Федерального Резервного Ведомства.

ГЛАВА ПЯТАЯ.

Позитивные предложения к будущему регулированию валюты.

Здоровый конструктивный план, отвечающий тезисам и анализу этой книги, должен предусматривать следующее:

I. Способ регулирования предложения денег и кредита с целью поддержания возможно большей устойчивости внутреннего уровня цен.

II. Способ регулирования предложения иностранной валюты для предотвращения временных колебаний, которые обусловлены сезонными или иными влияниями и не вызваны длительным нарушением равновесия между внутренним и внешним уровнем цен.

В Великобритании, по моему мнению, скорее и легче всего добиться идеальной системы, если исходить из фактически наличной системы, сложившейся наполовину случайно со времени войны. После развития основных предложений путем детального анализа положения в Великобритании достаточно будет кратко остановиться на особенностях других стран.

1. Великобритания.

Господствующая в настоящее время система в общих чертах сводится к следующему:

1. Внутренний уровень цен определяется главным образом размером кредита предоставляемого банками, в особенности «Пятью Большими» (Big Five [1]); однако в периоды кризисов, когда публика увеличивает реальные вклады, должна быть предоставлена большая сумма кредита, чтобы поддержать определенный уровень цен (согласно развитой выше, в главе третьей, теории), чем в периоды повышенной кон'юнктуры, когда реальные вклады уменьшаются.

Размер созданного таким образом кредита может быть затем измерен высотой банковских депозитов, ибо изменения его общей массы должны соответствовать изменениям общей массы ценных бумаг, векселей и авансов. Правда, a priori, нет такой необходимой причины, в силу которой отношение между банковскими депозитами и их «кассовой наличностью» и вкладами в Английском Банке», не подвергалось бы колебаниям, в достаточно широких пределах в зависимости от обстоятельств. Но на практике банки обычно не очень удаляются от принятых «пропорций» [2].

---

[1]) Так называют, в Англии пять самых больших банков: „Barclays Bank", „Lloyds Bank", „London Joint City and Midland Bank", „National Provincial Bank" и „Westminsterss Bank". *Примечание переводчика.*

[2]) Акционерные банки с января 1921 года стали опубликовывать ежемесячные балансы. За исключением полугодичного отчета, который периодически наводят «предпраздничный порядок», предельное колебание было между 11,0—1,9% в отношении „кассы" к депозитам и между 41,1 и 50,1% в отношении авансов к депозитам.

В последнее время общая сумма их депозитов превышала всегда приблизительно в девять раз их «кассу». Так как это является, согласно общему признанию, «солидной» пропорцией, то оставаться позади вредно для репутации банка, в то время как с другой стороны выходить за эти пределы вредно для его доходности. Так банки тем или другим способом согласовывают в целом их общий кредит, в разных формах (ценных бумаг, векселей или авансов) в меру своих способностей, которые определяются вышеозначенным критерием; отсюда следует, что величина их «кассы» в форме банкнот, казначейских знаков и жиро-вкладов в Английском Банке точно соответствует об'ему предоставленного ими кредита.

Чтобы продвинуть причинную цепь еще на шаг вперед, мы должны теперь рассмотреть, что определяет величину их «кассы». Величина эта может изменяться только трояким путем: a) в зависимости от того, требует ли публика больше или меньше банкнот для оборота, b) заимствует ли казначейство больше или меньше казначейских знаков из резервов и c) увеличивает или уменьшает Английский Банк свои активы [1]).

Для полноты аргументации следует привести дальнейший, еще не упомянутый, фактор, а именно d) отношение банковских резервов второй очереди в форме казначейских векселей, которые могут быть после единичного оборота сочтены за наличные деньги. Для определения, что может считаться надежной «кассовой» пропорцией, банки принимают в известной степени во внимание сумму своих казначейских векселей. Путем ограничения этой суммы они всегда могут увеличить свою «кассовую сумму» и вынудить казначейство к заимствованиям или из резерва казначейских знаков или же у Английского Банка. Вышеупомянутая девятикратная пропорция предусматривает определенную минимальную сумму казначейских векселей и должна быть изменена, если таких казначейских векселей в достаточном размере не имеется. Этот фактор d) имеет значение еще и потому, что банки со своей стороны могут оказаться под давлением финансового ведомства, поскольку оно часть средств их вкладчиков—путем ли налоговым или путем предложения выгодных долгосрочных займов—привлекает к себе и эти средства употребляет или на возврат временных авансов, полученных от Английского Банка (вследствие чего банковские резервы первой линии уменьшаются) или же на обратную выплату по казначейским векселям, которые находятся на руках самих банков (вследствие чего уменьшаются резервы второй линии, состоящие из казначейских векселей).

Таким образом весь вопрос в большей или меньшей степени разрешается совместным влиянием a), b,) c) и d). В целях развития нашей аргументации, мы не должны обращать особого внимания на a) или b), ибо их влияние по большей части отражается в c) и d), a) частью зависит от об'ема делового оборота, но главным образом от самого уровня цен; и на практике колебания a) не влияют непосредственно на высоту «кассы» банков. Ведь если a) требует больше банкнот, банкноты выпускаются в большем количестве, путем заимствования финансовым ведомством дополнительного количества казначейских знаков из резервов. В этом случае следуют или обратные выплаты финансового ведомства Английскому Банку, благодаря

Эти цифры проходят в течение $2^1/_2$ лет при значительно меняющихся условиях. «Пропорции» отдельных банков очень различны, и вышеприведенные цифры являются средними, устойчивость которых возрастает лишь потому, что каждый большой банк прочно держится своей политики.

[1]) Ибо общая масса его обязательств в форме депозитов или обращающихся банкнот автоматически зависит от высоты активов.

чему уменьшаются его активы и сообразно этому и касса других банков, или из'ятие соответствующего количества казначейских векселей, вследствие чего уменьшаются резервы второй линии других банков. Это значит, что изменение a) оказывает влияние на средства банков через посредство c) и d) [1]). Напротив, в отношении d) изменение в размере того, что казначейство заимствует из резервов казначейских знаков отражается в соответствующем изменении в противоположном направлении того, что заимствуется в форме временных авансов или в форме казначейских векселей.

Итак, мы можем сосредоточить наше внимание на c) и d), как на главных факторах определяющих уровень цен.

Состав c), т.-е. активов Английского Банка, поскольку приходится считаться с их меняющейся частью, таков:

1) временные авансы казначейству,
2) гарантированные и иные ценные бумаги,
3) авансы клиентуре его и учтенные векселя,
4) золото.

Возрастание одной из рубрик имеет тенденцию увеличивать «кассу» прочих банков, стимулировать этим кредит и вызывать таким образом повышение уровня цен, и наоборот.

d), т.-е. состав казначейских векселей банков, зависит от превалирования расходов финансового ведомства над его доходами, получаемыми 1) от населения налоговым путем и займами, 2) от Английского Банка при посредстве временных авансов и 3) путем заимствования казначейских знаков из резервов.

Отсюда следует, что способность акционерных банков к созданию кредита зависит главным образом от мероприятий Английского Банка и казначейства. Если таковые определены, то этим же определены и a), b), c) и d).

В какой степени эти два учреждения являются господами своих собственных мероприятий и в какой мере они должны быть пассивными помощниками? По моему мнению контроль может преимущественно находиться в их руках, если они только готовы его применять. У казначейства это зависит просто от процентной ставки и от характера займов, которые оно предлагает, и от того сколько денег оно взыскивает с населения для погашения неконсолидировнных долгов. Правда, может быть достигнут предел, когда долг не может быть фундирован на сколько-нибудь приемлемых условиях, но в очень широких границах казначейство может следовать политике, определяемой канцлером казначейства и палатой общин. Точно также и Английский Банк в достаточном количестве вопросов является хозяином положения, если он действует в согласии с казначейством. Он может по желанию увеличивать или уменьшать наличность ценных бумаг и золота, покупая или продавая одно или другое. Авансы и учтенные векселя, хотя и не поддаются непосредственному и прямому воздействию, но и здесь может быть оказано достаточное влияние путем изменения зачитываемой цены иными словами—учетного процента [2]).

---

[1]) Если дополнительный выпуск банкнот покрывается путем извлечения золота из Английского Банка, то это только другой путь к уменьшению активов Английского Банка.

[2]) Часто допускают, что учетный процент является единственно определяющим фактором. Но учетный процент может оказать влияние только путем воздействия на c), т.-е. на активы Английского Банка. Прежде он совершенно непосредственно влиял на две составные части c), а именно с 3)—авансы клиентам и учтенные векселя, и с 4)—золото. Теперь он влияет только на одну часть, а именно с 3). Но изменения с 1)—авансов Банка казначейству, и с 2)—ценных бумаг банка,

Поэтому в общем и целом правильно, что уровень цен, а исходя из него и уровень валютных курсов, согласно приведенным детальным данным, в конечном итоге, зависит от политики Английского Банка и казначейства. Прочие банки, если бы они стояли в резком противоречии с официальной политикой, могли бы расстроить последнюю в некоторой степени или, по меньшей мере, затормозить, если предпололожить, что они готовы отступить от обычных пропорций.

2. Наличные деньги в форме банкнот и казначейских знаков предполагаются ad libitum, т.-е. в количествах, являющихся необходимыми при известном уровне предоставленного кредита и внутреннем уровне цен, образовавшегося согласно пункту 1-му. Это, конечно, относится только к практике. В теории установлен предел для выпуска казначейских знаков; таковым является максимум бумажного обращения, достигнутый фактически в течение минувшего календарного года. С тех пор, как этот теоретический максимум был установлен, он еще ни разу не был фактически осуществлен; итак, предписание исходит от теории, которая сегодня уже устарела и не отвечает взглядам представителей наиболее ответственного мнения,—она вероятно будет отвергнута, если хоть раз осуществится. Это тот пункт, где предложения Cunliffe Comitee нуждаются в безотлагательном исправлении, если мы не желаем все еще планомерно итти по пути дальнейшего дефляционного процесса. Ведь должен притти момент, когда вслед за годом депрессии наступит год оживленного торгового оборота и спроса на труд, и тогда обнаружится повышенный спрос на платежные средства, которому надо пойти навстречу, если мы не желаем сознательно подавить оживление.

Такова современная тенденция,—как я полагаю правильная,—следить за развитием кредита и регулировать его и сообразовываться с ним при создании платежных средств, вместо того, чтобы, как раньше, следить и регулировать создание платежных средств, а создание кредита рассматривать как его следствие.

3. Золото Английского Банка лежит мертвым. Оно остается совершенно в стороне от рынка. Золото не играет никакой роли в нашей системе. Разве при случае банку приходится иногда погрузить на корабль партию для Соединенных Штатов, чтобы поддержать казначейство при покрытии его долларных обязательств. Южно-африканское и иное золото, которое попадает в Лондон, приходит лишь как товар на удобный рынок и большей частью уходит обратно.

4. Курсы девиз не регулируются и предоставлены самим себе. Со дня на день они колеблются сообразно времени года и иным нерегулярным влияниям. В пределах более длительных промежутков времени, как мы видели, они зависят от соответствующего им по времени уровня цен, который внутри страны и за границей создается современной ему кредитной политикой. Но в то время, как фактическое положение вещей большей частью именно таково, это до сих пор не является признанной и последовательно проводимой политикой ответственных органов. Фиксация курса

могут часто оказывать приблизительно такое же сильное давление на создание кредита. Таким образом, низкая учетная ставка может быть в значительной мере уравнена одновременным сокращением с 1) или с 2), а высокая ставка увеличением их. Правда, Английский Банк повидимому может решительнее влиять на денежный рынок путем покупки и продажи ценных бумаг, чем каким-либо иным путем. И целесообразность маневрирования учетной ставкой при пользовании ею одной и без содействия планомерных изменений в об'еме с 2) уменьшается вследствие тех различных ограничений, которые на практике сужают свободу ее передвижений и поле действия, в пределах которого она может двигаться вверх и вниз.

доллара на довоенном паритете остается предметом их тщеславия, и все еще мыслимо, что учетные ставки будут повышены для воздействия на валюту в то время, когда с точки зрения внутреннего уровня цен и кредитной политики необходимо придерживаться иного пути.

Таково в кратких словах—я прошу у читателя извинения, если я непозволительно сжал изложение—современное состояние, которое существенно отличается от нашей довоенной системы. Как можно заметить, мы на практике уже сделали значительный шаг к идеалу в смысле направления учетной и кредитной политики сообразно внутреннему уровню цен и согласно другим симптомам необходимости незначительного или значительного расширения внутреннего кредита, независимо от довоенных критериев суммы наличных денег в обращении (или золотых резервов в банках) или высоты курса доллара.

1. Сообразно этому мое первое требование в отношении пригодного конструктивного плана может быть осуществлено уже путем дальнейшего развития сушествующих установлений с большей планомерностью и сознательностью. До сих пор казначейство и Английский Банк усматривали свою задачу в стабилизации курса доллара (предпочтительно на довоенном паритете). Неясно, хотели ли они на этом настоять, не учитывая колебания ценности доллара (или золота), т.-е. пожертвовали ли бы они устойчивостью цены фунта стерлингов ради устойчивости его курса по отношению к доллару в случае, если бы та и другая оказались бы несовместимыми. Во всяком случае мой план потребовал бы признания устойчивости цены фунта стерлингов высшей целью, что не препятствовало бы в качестве вторичной цели стремиться совместными усилиями с Федеральным Резервным Ведомством путем единого направления политики к стабилизации валюты. До тех пор, пока Федеральное Резервное Ведомство будет иметь успех при стабилизации цены доллара, цель поддержания устойчивости цены фунта стерлингов будет тождественна с задачей поддержания устойчивости курса доллара-фунта стерл. Мое предложение не заходит дальше того, чтобы решиться, в случае если Федеральное Резервное Ведомство не сможет поддержать устойчивости цены доллара, не допустить (если этого можно избегнуть) колебания вместе с тем и фунта стерлингов, лишь бы поддержать твердый девизный паритет.

Если бы Английский Банк, казначейство и «Big Five» последовали этой политике, какими же критериями они могут руководствоваться для соразмерения учетных ставок, правительственного кредита и авансов народному хозяйству? Первый вопрос: должен ли критерий представлять точную числовую формулу, или его надо искать в общей оценке положения на основе всех фактов имеющихся в распоряжении. Пионер в борьбе за устойчивость цен против устойчивости курса валюты, проф. Ирвинг Фишер, отстаивает первое в форме «компенсированного доллара», который должен регулироваться автоматически по индексу цен и без влияния суб'ективных представлений и решений. Он мог бы при этом руководствоваться преимуществом защиты такого метода, который наиболее легко мог бы найти связь с довоенной системой золотых резервов и золотого покрытия. Во всяком случае я сомневаюсь в целесообразности и осуществимости подобной системы шаблонов. Если мы будем ждать фактического движения цен, прежде чем мы приступим к оказанию помощи, мы можем притти слишком поздно. «Противодействовать нужно не происшедшему, а предстоящему повышению цен [1]). Характерным для энергии кре-

[1]) Hawtrey „Monetary Reconstruction", стр. 105.

дитного цикла является то, что движения цен имеют кумулятивную тенденцию, поскольку доходя до определенного пункта каждое движение вызывает дальнейший сдвиг в том же направлении. Метод Ирвинга Фишера может быть пригодным для преодоления длительных тенденций движения цены золота, но не для, часто более гибельных кратковременных потрясений кредитного цикла. Все-таки, если бы даже было неблагоразумно ждать с мероприятиями, пока этого не потребует уже наступившее движение цен, нужно признать, что доверие было бы укреплено и был бы создан об'ективный масштаб ценности, если бы после составления официальных индексов, отражающих цену стандартных товарных групп, органы власти признали бы эти товарные группы своим мерилом ценности в том смысле, что они употребляли бы все свои средства, чтобы воспрепятствовать отклонению цен от нормального положения более чем на определенный процент в обе стороны применительно к тому, как до войны, они употребляли все свои средства на то, чтобы воспрепятствовать отклонению цены золота более чем на определенный процент. Состав стандартных товарных групп в частностях мог бы быть время от времени изменяем, соответственно изменению относительного хозяйственного значения их различных составных частей.

В отношении других критериев, которые должны определять действия руководящих органов, независимо от установившегося направления цен, основательная работа по диагнозу и анализу кредитного цикла выходит за пределы данной книги. Чем глубже будет проникать наше исследование, тем точнее мы будем выбирать нужное время и правильный метод для регулирования кредитной экспансии путем учетных ставок или другими средствами. Но и до этого мы имеем значительный и все растущий опыт, на почве которого ответственные деятели могут высказывать свои суждения. Фактические движения цен должны естественно дать наиболее важный материал. Но состояние рабочего рынка, размер производства, определяемый банками фактический спрос на кредит, процент приносимый ценными бумагами различного рода, высота новых эмиссий, отлив наличных денег из оборота, статистика внешней торговли и высота девизных курсов,—все это должно учитываться. Главное чтобы целью руководящих органов была стабилизация цен, к которой они должны стремиться теми средствами, которые имеются в их распоряжении.

Следует избегать, во всяком случае, таких действий, какие, напр., недавно имели место в Великобритании, когда предложение наличных ограничивалось, если реальные вклады обнаруживали повышательную тенденцию. Эти действия значительно усилили тяжесть последнего кризиса. Мы оказались бы в состоянии существенно смягчить степень колебаний, если бы мы уяснили себе, что правильный момент для сокращения предложения наличных денег это тот, когда реальные вклады уменьшаются, т.-е. когда цены повышаются вне зависимости от едва заметного увеличения оборота наличных денег, правильным же моментом для увеличения предложения наличных денег является тот, когда реальные вклады возрастают; следовательно, вовсе не так, как в нашей современной практике.

II. Как мы можем эту первичную цель лучше всего сочетать с возможно большей устойчивостью валютных курсов? Можем ли мы достигнуть наиболее желательного в этих двух сферах, а именно – устойчивости цен на продолжительное время и устойчивости курса валюты в течение небольших промежутков времени? Большое преимущество золотого стандарта заключается в преодолении чрезмерной чувствительности девиз к влияниям минуты рассмотренной нами в третьей главе. Нашей целью должно

быть достижение этого преимущества без того, чтобы мы решились подчиняться значительным колебаниям ценности самого золота.

Я полагаю, что мы значительно подвинулись бы вперед в этом направлении, если бы Английский Банк взял на себя задачу регулирования цены золота, точно так же как он ныне регулирует учетный процент. Но он должен «регулировать», а не «фиксировать». У Английского Банка должна быть выработана покупная и продажная цена золота, как это было до войны, и эта цена в течение некоторого времени должна оставаться неизменной, точно так же как учетный процент. Но она также мало должна быть фиксирована или «закреплена» раз навсегда, как и учетный процент. Банковская цена золота должна быть об'являема каждый четверг одновременно с учетным процентом по векселям с разницей между покупной и продажной ценой, соответствующей довоенным пределам между 3 фунтами 17 шиллинг. $10^1/_2$ пенсами и 3 фунт. 17 шиллинг. 9 пенсами за унцию; только с целью избежания частых изменений ставки, разница должна быть несколько больше $1^1/_2$ пенса за унцию, приблизительно от $1^1/_2$ до $1^0/_0$. Готовность со стороны Банка покупать и продавать золото по твердо устанавливаемым (время от времени) ценам поддерживала бы устойчивость курсов доллара-фунта стерлингов в соответствующих пределах, так что валютный курс не изменялся бы от каждого дуновения ветра, а только тогда, когда банк приходил бы по зрелом размышлении к убеждению, что изменение необходимо в интересах устойчивости цены фунта стерлингов.

Если бы учетные ставки и в связи с ними цена золота привели бы к чрезмерному приливу или чрезмерному отливу золота, Английский Банк должен был бы решить, соответствует ли движение внутреннему или внешнему отклонению от нормы. Чтобы уяснить себе этот вопрос допустим, что золото уплывает. Если это сводится к тенденции понижения ценности фунта стерлингов в отношении товаров, то правильный выход заключается в повышении учетной ставки. Если, с другой стороны, это сводится к тенденции повышения ценности золота в отношении товаров, то правильный выход заключается в повышении цены золота (т.-е. его покупной цены). Если же эти явления об'ясняются сезонными и иными преходящими влияниями, то нужно без всякого вмешательства предоставить их самим себе (естественно в том предположении, что золотые резервы банка окажутся достаточными, чтобы выдержать все вероятные притязания), пока соответствующая реакция через некоторое время не приведет их снова к равновесию.

Сюда должны быть присоединены два дополнительных предложения к укреплению влияния Английского Банка.

1. Платежи по американскому долгу требуют от британского казначейства приобретения в каждый будничный день почти 500.000 долл. Ясно, что кратковременные колебания валютного курса будут в значительной степени зависеть от тех способов, которые будут применены при раздобывании этих огромных сумм. Я бы предложил проведение этого задания доверить Английскому Банку с определенным намерением по возможности ограничить те колебания курса валюты, которые вызываются передвижениями вверх и вниз нормального повседневного и сезонного торгового спроса. В особенности правильное распределение этого приобретения долларов в течение года должно быть организовано так, чтобы оно значительно смягчало нормальные сезонные колебания, описанные в главе третьей. Если спрос со стороны торговли сосредоточивается на одной половине года, то спрос со стороны казначейства должен падать на другую половину.

2. Для улучшения техники предложенной здесь системы, без изменения ее основных черт, имело бы значение, если бы Английский Банк об'-являл ежедневную покупную и продажную цену не только наличного золота, но и на срок через три месяца. Могущая возникнуть разница между кассовой и срочной котировкой будет представлять собой или дисконт или премию последней в отношении первой, в зависимости от того требуют ли банки в Лондоне более низкий или более высокий проценты за деньги, чем в Нью-Иорке. Существование срочной котировки Английского Банка могло бы служить твердым базисом вольного рынка срочных девиз и облегчало бы, таким же образом как и до войны, быстрое передвижение вкладов между Лондоном и Нью-Иорком, а равно свело бы до минимума пересылку золота в слитках из одного центра в другой. Этот пункт не нуждается в дальнейшем развитии, ибо он является лишь применением аргумента из III параграфа третьей главы, которое без дальнейшего будет понятно читателю, если он вспомнит о предшествующей аргументации.

Остается вопрос, как регулировать эмиссию банкнот. Мое предложение в этом отношении может, пожалуй, натолкнуться на сопротивление, пока читатель не уяснит себе, что оно (несмотря на то, что не считается с обычными представлениями) в существенном никоим образом не уклоняется от господствующего положения. Когда твердо устанавливается количество золота, которое должно оставаться в наличности в целях покрытия эмиссии банкнот, то это имеет значение предостерегающего сигнала, который не так легко проглядеть, когда необходимо срочно сократить кредит и покупательную силу, чтобы поддержать деньги страны на их законном паритете. Но эта система, которая все же лучше, чем отсутствие какой-бы то ни было, покоится на примитивных представлениях и фактически является пережитком прежнего переходного периода в развитии кредита и валюты. Она имеет два больших недостатка. Поскольку мы устанавливаем минимальный золотой резерв для покрытия эмиссии банкнот, постольку мы заставляем лежать под спудом это количество золота, и таким образом уменьшаем количество, которым можно фактически располагать, как средством сбережения ценности для уравнения преходящих или внезапно обнаруживающихся дефицитов в международном платежном балансе страны. И поскольку мы в приближении к установленной минимальной сумме или в повышательном движении ее усматриваем барометр, указывающий нам, когда кредит должен быть урезан и когда его можно спокойно расширять, мы пользуемся критерием, который пожалуй большинству покажется неподходящим для этой цели, ибо он не может достаточно заблаговременно дать предостерегающий сигнал. Фактическая погрузка золота на корабль показывает, что нарушение равновесия зашло уже слишком далеко; и в то время, как этот критерий нас еще своевременно предостерегает, так как можно еще, с одной стороны, удержать размен бумажных денег на металл или, с другой стороны, воспрепятствовать чрезмерному отливу золота, но он все же запаздывает для того, чтобы воспрепятствовать вредному потрясению цен. Этот способ относится фактически к той эпохе, когда поддержание размена являлось единственным, о чем думал каждый (во всяком случае единственным, о чем думали, пока мы были связаны с нерегулируемым золотым стандартом) и прежде, чем мысль использовать учетные ставки, как средство поддержания устойчивости цен и рынка труда, претворилась в практическую политику.

Мы с трудом уясняем себе, какой длинный путь проделали наши понятия за последние пять лет. Но стоит снова просмотреть знаменитый доклад Cunliffe-Comitee о деньгах и валютных курсах после войны, опубли-

кованный в 1918 году, чтобы создалось живое представление о том пути, который мы прошли. Этот документ был опубликован за три месяца до перемирия. Он был составлен задолго до прекращения поддержки курса фунта стерлингов, до великого крушения европейских девиз в 1919 году, до огромного повышения девиз и краха 1920/21 г., до великого сосредоточения золотых запасов мира в Америке и до знакомства с политикой погребения этого золота в Вашингтоне, проводившейся Федеральным Резервным Ведомством в 1922/23 г. вследствие чего оно не может оказать своего полного влияния на цены и этим фактически демонетизируется. Доклад Cunliffe-Comitee является неизменной прописью довоенного времени и таковой он необходимо должен быть, если принять во внимание, что он был составлен после четырехлетнего междуцарствия войны, раньше чем мир стал приближаться, и без знакомства с перевернувшими все и ранее не предвиденными опытами последних пяти лет. Из всех упущений этого доклада, наиболее примечательно, что он вообще не упоминает о проблеме стабилизации цен. Он воодушевленно излагает, как довоенная система, к восстановлению которой он стремится, может вновь установить равновесие, вызвав намеренно последующее сокращение числа занятых рабочих. Этот доклад принадлежит отжившему и почти забытому миру представлений. Только немногие теперь мыслят в этом направлении; и все же этот доклад остается авторизованной декларацией нашей политики, и повидимому Английский Банк и казначейство видят в нем своего руководителя.

Мы возращаемся к эмиссии банкнот. Если мы согласны, что золото не должно применяться как средство обращения, и что для повышения или понижения учетной ставки лучше пользоваться каким-либо другим критерием, чем отношением золотых резервов к обращению банкнот,—то отсюда следует, что единственное применение золота (которое все еще важно) надо видеть в его свойстве как средства сбережения ценности, которым пользуются как военной казной на случай нужды и как средством для немедленного уравновешивания временно неблагоприятного международного баланса, а вместе с тем и для поддержания ежедневной устойчивости курса ф.ст.—доллара. Поэтому, следует пожелать, чтобы совокупность резервов контролировалась бы ответственным за это учреждением; и согласно сделанным выше предложениям, таковым должен быть Английский Банк. Величина бумажного обращения, с другой стороны, должна сообразовываться, как и ныне, с состоянием хозяйственной жизни и рынка труда, учетной политики и политики казначейских векселей. Направляющими силами этой системы были бы учетный процент и казначейские векселя, желательными целями—устойчивость хозяйственной жизни, цен и рынка труда; величина бумажного обращения была бы следствием первых (я повторяю: точно так, как это имеет место и сейчас) и средством достижения вторых, точный числовой уровень которых заранее и не может и не должен быть дан. Так же мало размер золотой наличности, который должен быть резервом на случай международных затруднений и временного дефицита, должен иметь какое бы то ни было логическое или численно определимое отношение к высоте бумажного обращения. Ибо оба они не имеют тесной и необходимой связи друг с другом. Поэтому, я вношу предложение,—которое, может быть несправедливо, встретит противодействие,—совершенно отделить золотые резервы от эмиссии банкнот. Раз это основное предложение будет принято, все остальное явится лишь вопросом деталей. Золотые резервы страны должны быть сконцентрированы в руках Английского Банка для использования их в целях предотвращения временных колебаний девиз. Казначейские знаки, так как казначейство должно из них извлекать доход, выпускаются

последним без подчинения его каким бы то ни было формальным определениям в отношении количества (которые, повидимому или не действительны или вредны). Эта система будет отличаться от господствующего положения лишь по форме, а не по существу.

Читатель заметит, что я предоставляю золоту важную роль в нашей системе. Как последнее средство предохранения и как резерв на случай внезапной надобности, лучшего средства не найти. Но я безусловно держусь того взгляда, что можно использовать выгоды и преимущества золота, отрицая в тоже время, что наши законные платежные средства должны слепо следовать за всеми колебаниями золота и всеми будущими, ранее не предвидимыми, изменениями его реальной покупательной силы.

II. Соединенные Штаты.

То, что я до сих пор предлагал, расчитано на Великобританию и все детали приноровлены к ней. Но основные принципы остаются вполне правильными и по ту сторону Атлантического Океана. В Соединенных Штатах, как и в Великобритании, средства, которые в настоящее время фактически применяются, движутся, наполовину сознательно, наполовину бессознательно, в предложенном нами направлении. На практике Federal Reserve Board часто нарушает соотношение между своими золотыми запасами и обязательствами и, при определении своей учетной политики, руководствуется целью поддержания устойчивости цен, деловой жизни и рынка труда. Вопреки тому, что было до сих пор и вопреки консервативным принципам, он собирает золото. Вопреки всякому смыслу и рассудку он хоронит его. Между тем теория и анализ кредитного числа и с большим интересом изучаются и разрабатываются экономистами Соединенных Штатов по сравнению с английскими, что для Federal Reserve Board будет еще труднее, чем для Английского Банка пройти мимо подобных идей или же по меньшей мере не подвергнуться, наполовину бессознательно, их влиянию.

Теория, с которой повидимому должна сообразовываться учетная политика Федерального Резервного Ведомства, а именно с притоком и и отливом золота, с соотношением покрытия обязательств золотом,—совершенно мертва. Она умерла, и умерла по праву, раз Федеративное Резервное Ведомство не заботится более о сотношении покрытия и допустило приток золота, не использовав его в полной мере [1]), только потому, что увеличение кредита и цен в тот момент казалось нежелательным. С этого дня золото было демонетизировано и в этой едва ли не последней стране, где оно еще оказывало свои последние услуги и долларный стандарт был водружен на пьедестале золотого тельца. В течение последних двух лет Соединенные Штаты внешне сохраняли золотой стандарт. Фактически они ввели долларный стандарт. И вместо того, чтобы заботиться о соответствии ценности доллара ценности золота, они создают с большими затратами учреждения для того, чтобы поддерживать соответствие ценности золота таковой доллара. Таким образом богатая страна сумела сочетать новую мудрость со старыми предрассудками. Она может

[1]) Нельзя было воспрепятствовать тому, чтобы прилив золота оказал некоторое инфляционное влияние, ибо прием золота автоматически увеличивает банковские вклады. Этот, не поддающийся контролю элемент не может быть устранен до тех пор, пока монетные дворы Соединенных Штатов обязаны принимать золото. Но золоту не давали возможности оказывать то сильное влияние, которое имело бы место при наличии условий довоенной системы.

пользоваться последними научными достижениями, добытыми экономическим семинарием Гарвардского университета, оставляя в то же время конгресс при его убеждении, что нельзя допускать никакого решительного уклонения от металлических денег, которые были санкционированы Дэнги, Дарием, Константином, Лордом Ливерпулем и сенатором Ольдриком.

Несомненно это оправдывает эти затраты,—по крайней мере для тех, кто может их себе позволить. Эта фикция обходится Соединенным Штатам не более 100.000.000 фунт. стерл. в год, а в течение долгого периода в среднем должна обходиться не более 50.000.000 фунт. стерл. в год. Но всем подобным фикциям присущ элемент неуверенности. Когда скопление золота выйдет за определенные пределы, члены конгресса могут проникнуться недоверием. Нет уверенности, что какой-либо сенатор не прочтет этой книги и не поймет ее. Рано или поздно фикция потеряет свою ценность.

Но остается только пожелать, чтобы это произошло. Влияние новых методов окажется более успешным и целесообразным с хозяйственной точки зрения, если они будут применяться сознательно, планомерно и открыто. Экономисты Гарвардского университета понимают больше вашингтонских, и может пожалуй случиться, что в ходе вещей их тайная победа обратится в открытый триумф. Во всяком случае те, кто ответственны за установление британских принципов денежного обращения, не должны упускать из виду возможности, что в известный момент, и пожалуй даже очень скоро, монетные дворы Соединенных Штатов могут оказаться закрытыми для приема золота по твердому долларному курсу.

Закрытие монетных дворов для обязательного приема золота не должно затрагивать существующее право размена; т.-е. обязанность выплат золотом за банкноты может спокойно оставаться в силе и дальше. Теоретически это может казаться изъяном в отношении совершенства системы. Но, по крайней мере для текущего момента, невероятно, что подобная мера могла бы привести Соединенные Штаты к дефляции, а эта возможность является единственным теоретическим мотивом против этой меры. С другой стороны, сохранение права размена явилось бы защитным средством, благодаря которому были бы удовлетворены люди со старомодными взглядами; оно в минимальной степени ограничивало бы новое одиозное законодательство, необходимое для проведения этого изменения. Некоторые, несогласные с каким бы то ни было покушением на право размена, может, быть согласятся на освобождение монетных дворов от обязанности принимать золото, которого никто не желает. Далее, при определенных, весьма вероятных, обстоятельствах право размена может оказаться защитой против инфляции, которая может быть вызвана политическим давлением вопреки взглядам Federal Reserve Board. Ибо мы до сих пор не имеем еще достаточного опыта, говорящего о независимости Федерального Резервного Ведомства, напр., от влияния фермеров или другого замкнутого круга интересов, обладающего политическим влиянием.

Между прочим Гувер и многие руководящие банковские деятели Англии и Америки очень ошибаются, когда считают желательным и вероятным, что соразмерная часть золота лежащего в Вашингтоне, будет распределена по всему миру с помощью естественного развития торговли и помещения капиталов. В настоящее время Соединенные Штаты открыты для приема золота по цене превышающей в переводе на товары, его естественную ценность (т.-е. выше той ценности, которую оно имело бы, если бы по ортодоксальной довоенной системе оно влияло на кредит, а через него и на цены); и пока это будет продолжаться, золото и в дальнейшем должно будет туда притекать. Пока не ставится вопрос об

изменении золотой ценности доллара, золотой поток может быть остановлен двумя способами: или путем понижения ценности доллара, или же путем повышения ценности золота за-границей. На первую из этих альтернатив, т.-е. обесценение доллара путем инфляции в Соединенных Штатах, возлагали надежды многие руководящие деятели Англии. Но это могло бы иметь место лишь при повороте или при крушении современной политики Federal Reserve Board. Кроме того, количество излишнего золота теперь так значительно, а способность других стран к поглощению его так ограничена, что инфляция должна была бы продолжаться очень долго и быть очень значительной, чтобы вызвать такой результат. Цены в долларах должны были бы очень сильно повыситься, прежде чем обедневшие американские покупатели, вследствие недостатка в действительных товарах и избытка благородного металла в слитках, решили бы избавиться от золота ценностью в 200.000.000 ф. ст., чтобы лучше купить на него товары. Правления банков Соединенных Штатов вероятно скоро бы заметили, что когда золото не находится в употреблении и от него нужно освободиться, было бы значительно проще прямо понизить долларную цену золота. Единственный путь для продажи излишних запасов какого-либо товара, золото ли это, медь или пшеница, это понижение его цены.

Другой выход—повышение ценности золота за границей, станет возможным лишь тогда, когда другая страна или другие страны помогут освобождению Соединенных Штатов от обязанности хоронить излишнее золото. Великобритания, Франция, Италия, Голландия, Швеция, Аргентина, Япония и многие другие страны имеют совершенно достаточно неиспользованного золота, для запаса на случай нужды. И никто также не препятствует им покупать золото и теперь, если они предпочитают его иным предметам.

Представление о том, что Америка могла бы избавиться от своего золота, если бы она из'явила готовность предоставить займы чужим странам, не продумано до конца. Это имело бы место только тогда, если бы займы были бы инфляционными займами, которые не были бы обусловлены сокращением расходов и помещений капитала в ином направлении. Иностранные помещения капитала, имеющие своим источником эффективные сбережения, освободили бы от золота Соединенные Штаты, не более чем Великобританию от ее золота. Но если Соединенные Штаты предоставят иностранцам значительную покупательную силу в долларах, как чистую прибавку к той покупательной силе, которая уже раньше была в руках их собственных граждан, то цены несомненно повысятся и мы опять возвратимся к только что рассмотренному способу уменьшения ценности доллара при помощи нормального инфляционного процесса. Поэтому предложение Соединенным Штатам разрешить золотую проблему путем повышения их иностранных помещений капитала, только в том случае может быть действительным, если его понимают как предложение инфляции.

Я держусь поэтому мнения, что та политика, которая является разумной для Великобритании, является таковой и для Соединенных Штатов, т.-е., та которая предпочитает стремиться к устойчивости товарной ценности доллара, чем к устойчивости его золотой ценности, и в первом случае, если это нужно, прибегает к изменению золотой ценности доллара.

Если и Великобритания и Соединенные Штаты твердо примут эту политику и будут ее успешно проводить, то благодаря этому мы достигнем и нашей второй цели т.-е. устойчивого долларного девизного стандарта. Я согласен с Гоутри в том, что идеальное положение заключается в теснейшей совместной деятельности Federal Reserve Board и Английского Банка, благодаря чему одновременно были бы достигнуты устойчивость цен и

устойчивость курса валюты. Но я считал бы более разумным и практичным, чтобы эта совместная деятельность развивалась на почве опыта и взаимных привилегий, без связывания одной стороны другой. Когда Английский Банк прежде всего стремится к устойчивости фунта, а Федеральное Резервное Ведомство к устойчивости доллара, причем каждое учреждение возможно более полно посвящает в свои планы другое, то результаты получаются лучшие, чем при определении законом твердого отношения фунта к доллару, при чем влияние Английского Банка на Ведомство Федеральных Резервных Банков ограничено в смысле использования его для поддержания устойчивости доллара. Совместная, но несвободная деятельность обеих сторон смело может привести к расхождению мнений, особенно когда задача поддержания устойчивости доллара сопряжена с большими издержками по держанию под спудом излишнего золота.

В истории развития денег мы достигли стадии, когда «регулируемая» валюта стала неизбежной; но мы еще не достигли той стадии, когда регулирование ее может быть предоставлено единому органу. Наилучшим достижением было бы создание д в у х таких регулируемых валют, фунта и доллара, с возможно более тесной совместной деятельностью в отношении целей и способов их регулирования.

III. Прочие страны.

Каким же путем должны в таком случае пойти прочие страны? Необходимой предпосылкой с самого начала является то, что дело идет о странах, которые не потеряли контроля над своим денежным обращением. Но в недалеком будущем может и должен наступить момент, когда почти все страны восстановят такой контроль. В России, Польше и Германии необходимо только, чтобы правительства открыли какой-либо иной источник доходов, чем налог от инфляции или с оборота за употребление денег, который мы рассмотрели в главе второй. Во Франции и Италии необходимо, чтобы франк и лира были девальвированы на таком уровне, при котором тяжесть внутреннего долга не превышала бы возможностей налогоплательщиков.

Когда контроль будет восстановлен, вероятно не будет стран, помимо Великобритании и Соединенных Штатов, которые были бы вправе создавать независимый стандарт ценности. Наиболее благоразумным для них было бы построить их денежную систему на основе фунта или доллара при посредстве мерила валютного курса, фиксируя курсовую валюту в единицу того или другого и удерживая, пожалуй, за собой право на изменение принятого соотношения на случай значительного расхождения между фунтом и долларом. Эти страны должны при посредстве золотых резервов у себя и активов в Лондоне и Нью-Йорке поддерживать устойчивость курса, уравнивая кратковременные сезонные колебания, и использовать учетные ставки, на ряду с другими средствами регулирования покупательной силы для того, чтобы поддерживать на долгое время устойчивость относительного уровня цен.

Может-быть, Британская империя, за исключением Канады, и европейские страны примут базис фунта в то время, как Канада и прочие страны Северной и Южной Америки изберут доллар. Но каждая страна должна свободно выбирать до тех пор, пока с развитием опыта и знания не создастся такое совершенное единство обеих руководящих валют, что в конце-концов будет почти безразлично, которую из них избрать.

ОГЛАВЛЕНИЕ.

Предисловие к книге Джона Мэйнарда Кейнса. **Проф. С. А. Фалькнера** 3

Предисловие автора 6

ГЛАВА ПЕРВАЯ—Социальные влияния изменений ценности денег:

I. Изменения ценности денег в их влиянии на распределение благ. . . 9
1. Класс рантье . . . . . —
2. Класс предпринимателей 15
3. Получатели заработной платы 18
II. Изменения ценности денег в их влиянии на производство 21

ГЛАВА ВТОРАЯ—Государственные финансы и изменения ценности денег:

I. Инфляция, как средство обложения. 25
II. Обесценение денег или налог на капитал 35

ГЛАВА ТРЕТЬЯ—Теория денег и валютных курсов:

I. Количественная теория денег 40
II. Теория паритета покупательной силы 46
III. Сезонные колебания валютных курсов 59
VI. Сделки с девизами на срок 63

ГЛАВА ЧЕТВЕРТАЯ—Цели денежной политики:

I. Девальвация или дефляция 80
II. Стабилизация цен или стабилизация курса валюты 85
III. Восстановление золотого базиса 89

ГЛАВА ПЯТАЯ—Позитивные предложения к будущему регулированию валюты:

I. Великобритания 96
II. Соединенные Штаты 105
III. Прочие страны 108

Открыта предварительная подписка

на труд профессора Иоганна Шерра

„УЧЕНИЕ О ТОРГОВЛЕ“,

являющийся выдающимся произведением в мировой литературе по данному вопросу.

Труд дает обширные знания в области теории и практики торговли. Нет ни одной практической проблемы торговли, вплоть до мельчайших деталей торгового дела, которая не нашла бы себе места в этом труде.

Перевод сделан с последнего (5-го) немецкого издания.

Книга выйдет из печати в начале января 1925 г.

Издание распространяется исключительно по предварительной подписке

по цене без перес. **4** р. **75** к., с перес. **5** р. **25** к., налож. платеж. **5** р. **45** к.

Можно при подписке внести 2 р. 50 к., а остальные деньги уплачиваются при получении книги посредством наложенного платежа на посылку.

Заказы и деньги адресовать:

Издательству „Экономическая Жизнь“.
Москва, Страстной бульвар, д. 10.

Подписка принимается также уполномоченными издательства на местах.