
МИРОВОЙ ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК И КРИЗИС* **

Носледнее общее понижение учетных ставок произошло в тот момент, когда представители европейских центральных банков принимали участие в конференции Банка международных расчетов в Брюсселе. Мы можем, следовательно, рассматривать это снижение как первый плод международного сотрудничества, которое мы могли ожидать от основания нового банка. Если даже мотивы этого понижения учета обусловлены скорее стремлением разместить германский репарационный заем, нежели проведением более широких планов, все же можно пожелать удачи руководителям центральных банков на этом пути. Тем не менее необходимо, чтобы созданный таким образом низкий уровень учетного процента проявил полностью свое действие. Во Франции, например, номинальная учетная банковская ставка применяется в столь незначительной доле оборотов, что фактически применяемые ставки по сравнению с Лондоном все еще слишком высоки. В Англии ставки, установленные «большой пятеркой», не всегда следуют за учетной ставкой, когда она падает ниже 5%; желательно, чтобы промышленные банки в провинции могли использовать всю выгоду низких учетных ставок, устанавливаемых Английским банком в Лондоне.

Если даже учетные ставки в руководящих финансовых учреждениях, вне сомнения, стоят на достаточно низком уровне — $2\frac{1}{2}$ —3%, то для того чтобы оценить их значение, необходимо принять во внимание современное экономическое положение. Ставка, которая при росте или стабильности цен могла бы привлечь спрос на кредит, при падающих ценах может быть слишком высокой. Кроме того, дешевые деньги сами по себе могут лишь в очень незначительной степени улучшить положение. В основном они создают лишь предпосылку для нового оживления инвестиционной деятельности. Степень прогресса зависит, следовательно, от того, в каком размере мы можем использовать выгодные условия, создаваемые для нас центральными банками. Положение таково — этого еще не уяснили себе широкие общественные круги, — что мы в настоящее время погрузились необычайно глубоко в тяжелую международную

* Публикуется по изданию: Буржуазные экономисты о мировом кризисе / Сб. под ред. и со вступ. ст. А. Кашарского. Пер. Д. Страшунского. М.-Л.: Соцэкиз, 1931. С. 108—112.

** Источник: Wirtschaftsdienst. 1930. Mai 16.

депрессию, которую следует считать одной из самых тяжелых депрессий в истории. Для того чтобы вывести нас из застоя такой глубины, необходимы не только пассивные мероприятия учетно-денежного порядка, но чрезвычайно активная и целеустремленная экономическая политика. Оптовые цены в настоящее время на 12% ниже предыдущего года и на 8% ниже уровня начала этого года. В свете нашего довоенного опыта подобное падение цен приходится охарактеризовать как явление из ряда вон выходящее. Если не считать депрессии 1921—1922 гг., то нужно вернуться на 70 лет назад, чтобы найти что-либо подобное. Падение цен было более стремительным и упорным, нежели, например, в 1907 г. При таком положении дешевые деньги сами по себе могут вызвать новый подъем лишь по истечении долгих месяцев. Необходимо остерегаться такого состояния, какое имело место в 90-х гг. прошлого столетия, когда учетные ставки в течение 2 лет оставались неизменными на уровне 2%, прежде чем наступил перелом. Если мы, однако, хотим использовать дешевые деньги к нашей выгоде, то необходимо уяснить себе, при каких условиях они могут помочь: лишь в том случае, если они вызывают оживление инвестиционной деятельности и усиленную эмиссию. Что касается оборотного капитала, то влияние дешевых денег в настоящее время перевешивается влиянием падения цен, а что касается основного капитала, то курсы ценных бумаг и эмиссионная деятельность лишь весьма медленно реагируют на низкие учетные ставки. В нормальных условиях оживляющее влияние дешевых денежных средств и широкое кредитоснабжение чрезвычайно быстро отражается на эмиссионной деятельности. Но когда предприниматели так обескуражены и доверие потрясено в столь сильной степени, как в настоящее время, то реакция на стимул, который в других условиях был бы достаточно сильным, возможно, наступит лишь очень нескоро. Задача форсирования инвестиций ставит двойную проблему: проблему капиталовложений внутри страны и проблему экспорта капитала. Ясно, что сальдо британского экспорта капиталов не может подняться быстрее, чем соответствующий избыток нашего платежного баланса. В самом деле, в противном случае мы неизбежно вынуждены были бы терять золото. Если бы мы соответствующим образом построили нашу кредитную политику, то часть наших капиталовложений за границей должна была бы благоприятно влиять на нашу внешнюю торговлю, но это может относиться лишь к некоторой части нашего экспорта капитала. Поэтому мы не можем далеко идти в этом направлении в том случае, если наша торговля не пользуется также плодами экспорта капитала других руководящих финансирующих стран. Размеры ссуд, предоставляемых Лондоном за границу, должны, следовательно, идти в ногу с экспортом капиталов других мировых рынков, в особенности Нью-Йорка и Парижа. Разумеется, Лондон в настоящее время не отстает от них. Наша способность экспортировать капитал, однако, ограничивается в связи с тем, что Нью-Йорк и Париж сокращают

свою квоту. При условии, что предстоящие к эмиссии займы иностранных государств распределены между этими биржами так, что между ними не происходит передвижки золота, не должно быть никаких серьезных препятствий к значительному расширению кредита на международном рынке, имеющего своей целью поддержать товарные цены и стимулировать мировую торговлю. Как подтверждают все наблюдения, можно быть уверенным, что Лондон расширит свой экспорт капитала с максимальной быстротой. Важнейшим условием подъема мировых цен и оживления мировой торговли, следовательно, является использование Нью-Йорком и Парижем их возможностей для размещения иностранных займов в полном размере.

Даже в этом случае, однако, можно рассчитывать лишь на медленный прогресс. Клиенты международного кредитного рынка уже завтра будут готовы разместить в своей среде, быть может, до 3 млрд марок. Но добрая доля этих займов была бы использована для фондирования наличных долгов. Мировая торговля, однако, может лишь в том случае расширяться, если мы от этой фазы, необходимой для оздоровления современной ситуации, перейдем к той другой фазе капиталопотребления, в которой займы действительно представляют новые денежные средства в том смысле, что они предназначены для финансирования новых вложений. Покамест на пути к этому стоит одно из самых бессмысленных предприятий, какое только можно было придумать, а именно — так называемая мобилизация германских репараций. Этот заем, в сущности, представляет собой не что иное, как заем французскому правительству в счет будущих репарационных поступлений от Германии, заем, за который оно платит более высокий процент, чем это отвечает французским условиям кредитования; наконец, заем, который обострит существующие трудности, еще более увеличивая и без того уже чрезмерное количество иностранных кредитов. Однако этот заем принадлежит к соглашениям о плане Юнга, и следует надеяться, что он будет размещен с максимальной быстротой и успешностью.

Мы приходим к тому выводу, что разрешение проблемы с помощью экспорта капитала неизбежно замедлится до тех пор, пока Нью-Йорк и Париж не станут размещать займы других государств в более широком размере. Тем не менее, даже если эта трудность будет преодолена, прогресс будет носить лишь медленный характер и, по моему мнению, поскольку вопрос идет о Великобритании, было бы неразумно ожидать даже от наиболее благоприятнейшего развития экспорта капитала чего-либо большего, нежели частичное разрешение современных трудностей. Поэтому Великобритания не может себе позволить слишком концентрировать свои усилия на финансировании заграницы. В нынешних условиях искать применения за границей более чем трети текущих сбережений означало бы, что ее экспортные отрасли промышленности в близком бу-

дущем развились бы в таком темпе, который является крайне невероятным.

Если же мы обратимся к форсированию применения капитала внутри страны, то главное препятствие заключается в том, что уровень процента на рынке ценностей, который достаточно высок, чтобы воспрепятствовать чрезмерному экспорту капитала и утечке золота, является слишком высоким для стимулирования широкой эмиссионной деятельности, и таким образом он тормозит внутреннюю инвестиционную деятельность. Для того же, чтобы смягчить безработицу, необходимо, чтобы государство либо выступило наряду или даже вместо частного предпринимателя в качестве инвестора, или же чтобы для внутренних и иностранных эмиссий были установлены различные процентные ставки, чтобы таким образом установить для иностранных займов такую ставку, которая удерживала бы этот вид экспорта капитала в границах возможностей для данной страны, и одновременно — для внутренних эмиссий — ставку, достаточно низкую для стимулирования инвестиций внутри страны. Трудно сказать, можно ли этого достигнуть иначе, чем с помощью определенных правительственных мероприятий хотя бы в той форме, чтобы правительство для допущенных инвестиций держало наготове деньги на таких условиях, которые являлись бы более легкими по сравнению со ставками рынка капиталов.

Подобная политика может быть лишь паллиативом, но во всяком случае она сможет облегчить нужду. Мало шансов на уменьшение английской безработицы в конце этого года; нас не удивит даже дальнейший ее рост. Великобритания не может надеяться на улучшение положения в ближайшем будущем с помощью какого-либо иного средства помимо вышеуказанных. Если ее руководители, тем не менее, предпочтут продолжать политику пассивности, то они не должны ожидать, чтобы безработица в ближайшее время вернулась к нормальному уровню. Я полагаю, что последствия политики пассивности в форме усиленных субсидий и уменьшения налоговых поступлений будут стоить казначейству дороже, чем это сделала бы активная политика; ущерб же для народного хозяйства в целом будет значительно выше.

