ИСТОРИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ



Книга 13

# ЗОЛОТОЙ СТАНДАРТ И ВАЛЮТНЫЕ СИСТЕМЫ

## от Бреттон-Вудса до доллара и юаня

Виталий Гурьев

Виталий Гурьев

# Золотой стандарт и валютные системы: от Бреттон-Вудса до доллара и юаня

«Автор»
2026

**Гурьев В.**

Золотой стандарт и валютные системы: от Бреттон-Вудса до доллара и юаня / В. Гурьев — «Автор», 2026

Курс рубля, доллара и юаня кажется стихией, но за ним стоят договоренности, которые страны заключали и нарушали больше ста лет. Эта книга рассказывает, как работал золотой стандарт, почему мир отказался от него и как Бреттон-Вудская система сделала доллар главной валютой. Вы узнаете, что произошло в 1971 году, когда доллар перестал обмениваться на золото, и как с тех пор живут плавающие курсы. Мы разберем, почему растет роль юаня и что это значит для российского инвестора. Книга поможет вам понимать, откуда берутся колебания курса и как учитывать их в портфеле.

© Гурьев В., 2026
© Автор, 2026

# Содержание

Глава 1. Как мир пришел к золоту 5
Глава 2. Классический золотой стандарт 1870–1914 годов 13
Глава 3. От серебра Канкрина до реформы Витте 21
Глава 4. Первая мировая и межвоенный золотодевизный стандарт 29
Глава 5. Депрессия и валютные войны 1930-х 37
Конец ознакомительного фрагмента. 45

# Виталий Гурьев
# Золотой стандарт и валютные системы: от Бреттон-Вудса до доллара и юаня

## Глава 1. Как мир пришел к золоту

Каждое утро миллионы людей открывают приложение банка и видят курс рубля к доллару или юаню. Для большинства это просто цифра, которая то радует, то пугает, и кажется, что она живет своей жизнью, как погода за окном. Ирина, бухгалтер из Твери, хранит в шкафу конверт с долларами еще с 2014 года и каждый раз, когда курс прыгает, чувствует себя одновременно умной и обманутой. Тимур, разработчик из Краснодара, держит часть брокерского счета в облигациях, номинированных в юанях, и пытается понять, правильно ли он поступил. Оба они, сами того не замечая, участвуют в системе договоренностей, которая складывалась несколько столетий, и эта книга о том, как эта система устроена.

Начнем с простого вопроса: что вообще такое валютная система. Представьте рынок, где торгуют купцы из десятка стран, и у каждого свои деньги. Чтобы обменять товар, им нужно договориться, сколько одних денег стоит в других, и кто будет отвечать за то, чтобы эта пропорция не менялась каждый день произвольно. Валютная система и есть такой договор: в нем записано, что служит мерой ценности, как деньги одной страны обмениваются на деньги другой и что происходит, когда у страны заканчивается чем платить. Иногда этот договор подписывают министры в отеле, иногда он складывается сам собой из привычек торговцев, но он существует всегда.

Удобно сравнить валютную систему с эталоном длины. Когда во Франции ввели метр, его привязали к физическому образцу, чтобы портной в Париже и плотник в Марселе мерили одинаково. Деньги разных стран долго привязывали к своему эталону, которым служил кусок драгоценного металла определенного веса и пробы. Пока эталон один и все его уважают, сравнивать цены просто, и купец знает, что его выручка не растает по дороге домой. Когда эталонов становится два или они начинают «плыть», возникает путаница, на которой одни зарабатывают, а другие теряют сбережения.

Слово «якорь» в названии этой темы выбрано не случайно. Корабль без якоря дрейфует по течению, и деньги без внешней опоры тоже дрейфуют: их количество и ценность зависят от решений тех, кто их выпускает. Металлический якорь ограничивал правителей, потому что напечатать или начеканить денег больше, чем есть металла, было трудно и рано или поздно обнаруживалось. За это ограничение приходилось платить, и вся дальнейшая история, которую мы будем разбирать, есть история поиска компромисса между дисциплиной якоря и свободой маневра. Вы увидите, что ни одно решение не оказалось бесплатным.

Большую часть истории денег главным металлом было серебро, а вовсе не золото. Золото было слишком дорогим для повседневных покупок: монетой весом в несколько граммов можно было расплатиться за корову, но не за хлеб. Серебро стоило в десятки раз дешевле, поэтому из него чеканили монеты, которыми платили жалованье, налоги и долги. Само слово «рубль», по одной из версий, происходит от отрубленного куска серебряного слитка, а английский фунт стерлингов изначально означал фунт серебра, разделенный на 240 пенни. Даже в языках остался след этого: во французском слово «argent» означает одновременно серебро и деньги.

Огромную роль в мировой торговле сыграло серебро Нового Света. После того как испанцы в середине шестнадцатого века открыли рудники Потоси в нынешней Боливии и серебряные месторождения в Мексике, через Атлантику потекли тысячи тонн металла. Из него

чеканили знаменитую испанскую монету в восемь реалов, которую в английских колониях называли «испанским долларом» или «куском в восемь». Эта монета стала первой по-настоящему мировой валютой: ею расплачивались в Севилье, Лондоне, Бостоне, Маниле и Кантоне, а китайские купцы принимали ее охотнее любых других денег. В американских колониях она так прижилась, что молодые Соединенные Штаты позднее взяли ее за образец для собственного доллара.

Происхождение самого слова «доллар» уводит нас в Центральную Европу. В начале шестнадцатого века в чешской долине Иоахимсталь нашли богатое месторождение серебра, и местные графы стали чеканить крупную монету, которую называли иоахимсталером, а затем просто талером. Монета была добротной и разошлась по всей Европе, а ее название переходило из языка в язык: в Нидерландах появился даальдер, в Скандинавии далер, у англичан доллар. В России талер называли ефимком, и через этот путь он попал даже в русскую историю денег. Так что, держа в руках американскую купюру, вы держите наследника серебряной монеты из маленькой европейской долины.

Если серебро было удобнее для мелких платежей, а золото для крупных, естественно было использовать оба металла одновременно. Такой порядок называется биметаллизмом: государство законом объявляет, что и золотые, и серебряные монеты являются полноценными деньгами, и фиксирует, сколько серебра равно определенному количеству золота. Звучит разумно, примерно как если бы магазин принимал оплату и в рублях, и в юанях по курсу, который раз и навсегда указан на табличке у кассы. Проблема в том, что табличка висит неподвижно, а реальная цена металлов на рынке меняется, и это расхождение рано или поздно разрушает систему.

Самым известным биметаллическим законом стал французский закон 1803 года, принятый при Наполеоне в седьмом месяце республиканского календаря, который назывался жерминалем. Он установил, что один грамм золота приравнивается к пятнадцати с половиной граммам серебра, а франк определялся как пять граммов серебра девятисотой пробы. Соединенные Штаты по закону о монетном деле 1792 года выбрали соотношение один к пятнадцати, а в 1834 году изменили его на один к шестнадцати. Казалось бы, разница между пятнадцатью, пятнадцатью с половиной и шестнадцатью невелика, но для торговцев металлом она превращалась в прибыльную игру.

Посмотрим, как эта игра работала, на простом примере. Допустим, на мировом рынке за один грамм золота дают пятнадцать с половиной граммов серебра, а в американском законе записано шестнадцать. Значит, в Америке золото оценено государством дороже, чем на рынке, а серебро дешевле. Купец везет серебро туда, где оно ценится выше, то есть в Европу, меняет его там на золото, привозит золото в США и на монетном дворе получает за него больше серебряных долларов, чем отдал. Каждая такая поездка приносила около трех процентов дохода, а за годы серебряные монеты почти исчезали из американского обращения и уходили за границу.

Этот механизм описан задолго до девятнадцатого века и получил имя закона Грешема. Томас Грешем был финансовым агентом английской короны при Елизавете Первой и, по преданию, объяснял королеве, что испорченная монета вытесняет из обращения полноценную. Сама формулировка «плохие деньги вытесняют хорошие» и название закона появились намного позже, в 1858 году, у шотландского экономиста Генри Маклауда. Еще раньше ту же закономерность замечали французский ученый Николай Орем в четырнадцатом веке и Николай Коперник, который в шестнадцатом веке написал трактат о чеканке монеты.

Суть закона Грешема легко понять на бытовом примере. Представьте, что у вас в кошельке две купюры одного номинала, одна новая и хрустящая, другая потертая и надорванная, и обе магазин обязан принять. Какую из них вы отдадите кассиру при оплате? Почти наверняка потертую, а новую оставите себе. Ровно так же люди поступали с монетами: если закон уравнивал их по номиналу, а реальная ценность металла в них различалась, в расчетах

ходили «плохие» монеты, а «хорошие» откладывали, переплавляли или вывозили туда, где их оценят по достоинству.

Важно понимать условие, при котором закон работает. Он действует только тогда, когда государство силой закона требует принимать обе монеты по одинаковой цене. Если бы продавцы могли свободно назначать разную цену за «плохие» и «хорошие» деньги, никакого вытеснения бы не происходило, просто за потертую монету давали бы меньше товара. Именно поэтому биметаллизм постоянно страдал от закона Грешема: государственная табличка с фиксированной пропорцией не давала рынку переоценить металлы, и тот металл, который государство недооценивало, утекал из страны.

В истории было немало случаев, когда страны пытались бороться с этим утеканием запретами. Вывоз монеты объявляли преступлением, на границах ставили досмотры, а переплавку карали сурово. Запреты работали плохо, потому что прибыль от перепродажи металла была слишком заманчивой, а контролировать каждого купца было невозможно. В итоге правителям приходилось раз за разом менять официальное соотношение, догоняя рынок, а каждое такое изменение било по тем, кто хранил сбережения в «неправильном» металле. Запомните этот сюжет, потому что спустя двести лет он повторится с бумажными валютами и валютным контролем.

Распространенная ошибка состоит в том, чтобы считать металлические деньги полностью защищенными от обесценения. Монеты портили и частные лица, и сами правители. Ловкачи срезали с краев серебряных монет тонкую стружку, а потом переплавляли ее в слитки, поэтому со временем на монетах стали делать рубчатый край, который сразу выдавал обрезку. Короли поступали еще проще: они уменьшали вес или пробу новых монет, сохраняя прежний номинал, и разница оседала в казне. Так что инфляция была знакома людям задолго до появления бумажных денег, просто происходила она медленнее и незаметнее.

Теперь перенесемся в Англию начала восемнадцатого века, где случилось событие, которое многие историки считают началом золотого стандарта, хотя никто тогда этого не планировал. Главным действующим лицом стал Исаак Ньютон, тот самый, который открыл закон всемирного тяготения. Мало кто знает, что последние тридцать лет жизни великий физик провел на государственной службе: в 1696 году он стал смотрителем Королевского монетного двора, а с 1699 года и до самой смерти занимал пост его управляющего. Ньютон относился к этой работе серьезно, лично разбирался в пробирном деле и преследовал фальшивомонетчиков.

Английская денежная система того времени формально была биметаллической. В обращении ходили серебряные шиллинги и золотые гинеи, названные так потому, что первое золото для них привозили с Гвинейского побережья Африки. Цена гинеи в шиллингах плавала и к концу семнадцатого века доходила почти до тридцати шиллингов, а затем ее постепенно снижали. В 1717 году Ньютон по поручению правительства подготовил доклад о соотношении металлов, и по его рекомендации цену гинеи установили в двадцать один шиллинг. Казалось бы, обычное техническое решение, принятое ученым, который тщательно сравнил цены металлов в разных странах Европы.

Проблема заключалась в том, что новая цена все равно оставила золото в Англии чуть переоцененным по сравнению с континентом, а серебро недооцененным. Соотношение, заложенное в английские монеты, составляло примерно один к пятнадцати и двум десятым, тогда как в Европе за золото давали меньше серебра, а в Азии еще меньше. Дальше сработал механизм, который вы уже знаете: серебро стало уходить из Англии в Европу и особенно в Индию и Китай, где за него давали больше, а в Англию шло золото. Полновесные серебряные монеты переплавляли и вывозили, в обращении оставались только стертые и обрезанные.

Ньютон заметил эту тенденцию и в своем докладе предлагал снизить цену гинеи еще сильнее, но правительство остановилось на двадцати одном шиллинге. В результате на протяжении восемнадцатого века Англия незаметно для себя перешла от серебра к золоту. Фор-

мально закон признавал оба металла, но в кошельках англичан и в кассах банков все больше было золота, а крупные платежи и сбережения стали считаться именно в нем. Историки называют это золотым стандартом де-факто, то есть существующим на деле, хотя и не записанным в законе.

С этим же периодом связана цифра, которая потом почти двести лет оставалась символом надежности английских денег. Цена унции золота стандартной пробы была установлена в три фунта семнадцать шиллингов и десять с половиной пенсов. Эта цена с перерывами держалась до 1931 года, и поколения англичан жили с уверенностью, что фунт стерлингов означает определенное количество золота, которое не меняется от войны к войне. Подобная долговечность сама по себе стала капиталом: люди и страны доверяли фунту именно потому, что его вес в металле не трогали.

Здесь стоит остановиться и отметить важную мысль. Золотой стандарт в Англии родился не из теории, а из случайности и инерции. Никто в 1717 году не говорил, что страна переходит на золото, никто не подсчитывал выгоды и издержки такого перехода. Ошибка в несколько процентов при установлении цены одной монеты, помноженная на закон Грешема и на торговлю с Азией, через несколько десятилетий изменила денежную систему целой страны. Это хорошее напоминание о том, что валютные системы часто складываются из мелких решений, последствия которых видны только спустя годы.

Следующий поворот в этой истории произошел в конце восемнадцатого века, когда Британия вступила в долгую войну с революционной, а потом наполеоновской Францией. Войны стоили огромных денег, а Банк Англии, частная компания с особыми правами, выдавал правительству кредиты, выпуская для этого банкноты. Банкноты в то время были обещанием выдать по требованию золотые монеты. Пока люди верили, что золото можно получить в любой момент, они спокойно пользовались бумагой, но любое тревожное известие могло заставить всех одновременно прийти за металлом.

Такое известие пришло в феврале 1797 года, когда небольшой французский отряд высадился у городка Фишгард в Уэльсе. Военного значения высадка почти не имела, и французов быстро взяли в плен, но слухи о вторжении вызвали панику. Вкладчики и владельцы банкнот бросились в банки за золотом, и резервы Банка Англии стремительно таяли. Правительство Уильяма Питта Младшего приняло радикальное решение: специальным распоряжением, а затем законом Банку Англии запретили выдавать золото в обмен на банкноты. Этот закон получил название закона об ограничении, а сам период стали называть «ограничением».

Задумано это было как временная мера на несколько недель, но ограничение продлилось почти четверть века, до 1821 года. Все это время Британия жила на бумажных деньгах, которые нельзя было обменять на металл. Для понимания современного мира это очень важный опыт: впервые крупная торговая держава долгие годы обходилась неразменной бумагой и при этом выиграла войну. Однако бумажный фунт постепенно дешевел, и на рынке золото и иностранные валюты стоили в банкнотах заметно дороже, чем до войны. В худшие годы, около 1813 года, золотой слиток стоил в бумажных фунтах более чем на треть дороже старой официальной цены.

Вокруг этого подорожания разгорелся один из первых больших споров в истории экономической мысли, который назвали спором о слитках. Одни говорили, что дело в войне, неурожаях и необходимости оплачивать армию за границей, а значит, банк ни в чем не виноват. Другие утверждали, что банк выпустил слишком много бумаги и именно избыток банкнот обесценил их. Самым ярким представителем второй точки зрения стал Давид Рикардо, биржевой маклер, сколотивший состояние на торговле государственными облигациями и ставший затем одним из основателей экономической науки. В 1810 году он опубликовал памфлет с выразительным названием «Высокая цена слитков — доказательство обесценения банкнот».

В том же году парламентский комитет по слиткам подготовил доклад, в котором поддержал позицию, близкую к рикардианской, и рекомендовал вернуть размен через два года. Парламент отверг доклад, рассудив, что во время войны с Наполеоном такие эксперименты опасны. Однако аргументы комитета не пропали даром: они заложили идею, которая станет основой золотого стандарта. Ценность бумажных денег должна обеспечиваться ограничением их количества, а лучшим способом ограничить количество считали обязанность обменивать бумагу на золото по фиксированной цене.

Для вас, как для современного читателя, этот спор интересен тем, что он удивительно похож на сегодняшние дискуссии о курсе рубля. Когда рубль слабеет, одни объясняют это внешними причинами: санкциями, ценами на нефть, оттоком капитала. Другие указывают на избыток денег и бюджетные расходы. Как и двести лет назад, обычно правы обе стороны в какой-то мере, а истина зависит от конкретных обстоятельств. Полезно помнить, что люди спорят об этом с начала девятнадцатого века и простого ответа не нашли до сих пор.

Когда в 1815 году наполеоновские войны закончились, перед британским правительством встал вопрос, что делать с бумажным фунтом. Можно было оставить его плавать, можно было вернуть размен по новой, более низкой цене золота, признав обесценение, а можно было восстановить старую ньютоновскую цену. Выбрали последнее, и выбор этот имел скорее моральное, чем экономическое обоснование. Кредиторы, давшие деньги государству в годы войны, и владельцы сбережений считали, что честное государство обязано вернуть фунту его прежний вес. Спустя сто лет похожий выбор после другой войны приведет к тяжелым последствиям, и мы подробно разберем их в главе 4.

Юридическое оформление нового порядка заняло несколько лет и состояло из двух важных шагов. Первым шагом стал закон о монетном деле 1816 года, подготовленный под влиянием лорда Ливерпула, премьер-министра той эпохи. Этот закон впервые прямо признал золото единственным мерилом ценности английских денег. Серебряные монеты превратились в разменные, то есть их номинал стал выше стоимости содержащегося в них металла, а обязательный прием серебра в одном платеже ограничили суммой в сорок шиллингов. Иначе говоря, заплатить крупный долг серебром стало нельзя, его можно было использовать только для мелких покупок.

В 1817 году в обращение поступила новая золотая монета, соверен, достоинством в двадцать шиллингов, то есть ровно один фунт. Соверен весил чуть менее восьми граммов и содержал около семи целых и трех десятых грамма чистого золота. Эта монета станет символом британской финансовой мощи и разойдется по всему миру: ее принимали в портах Южной Америки, на рынках Ближнего Востока и в колониях. Даже сегодня соверены чеканят как инвестиционные монеты, и вы можете купить их у некоторых российских банков в качестве вложения в золото.

Вторым шагом стал закон 1819 года о возобновлении размена, который часто связывают с именем молодого политика Роберта Пиля, возглавлявшего парламентский комитет по этому вопросу. Закон предусматривал постепенный возврат к обмену банкнот на золото. Сначала Банк Англии должен был выдавать золото только крупными слитками по ступенчато снижающейся цене, а затем и монетой. Этот поэтапный план должен был дать банку время накопить резервы и не вызвать резкого сжатия кредита. На практике полный размен банкнот на золотую монету был восстановлен уже в мае 1821 года, раньше запланированного срока.

С этого момента принято говорить о полноценном юридическом золотом стандарте в Великобритании. Каждый владелец банкноты Банка Англии мог прийти и получить за нее соверены, а любой обладатель золота мог отнести его на монетный двор и получить монеты. Эти две двери, на вход и на выход, держали фунт привязанным к металлу. Если бумажных денег становилось слишком много, люди меняли их на золото, резервы банка сокращались, и

банку приходилось сжимать выпуск. Механизм был простым и понятным, хотя в жизни все оказалось сложнее, чем на бумаге.

Слабым местом этой конструкции оставались частные банки. В те годы банкноты в Англии выпускал не только Банк Англии, но и сотни провинциальных банков, каждый из которых обещал разменивать свои бумаги на золото. Банки нередко увлекались выпуском и не держали достаточного резерва, а когда наступала паника, сразу несколько из них оказывались не в состоянии платить. Сильнейший кризис 1825 года, связанный с лопнувшими спекуляциями в латиноамериканских займах и горнорудных компаниях, привел к краху десятков банков. Становилось ясно, что одного размена недостаточно и выпуск бумажных денег нужно ограничить законом.

Таким законом стал знаменитый закон о банковской хартии 1844 года, который снова связывают с именем Пиля, на этот раз уже премьер-министра. Его логика опиралась на взгляды так называемой денежной школы: бумажные деньги должны вести себя так, как если бы они были металлом. Банк Англии разделили на два независимых департамента. Эмиссионный департамент отвечал только за выпуск банкнот, а банковский департамент занимался обычными операциями: принимал вклады, выдавал кредиты, учитывал векселя.

Главное правило закона касалось обеспечения банкнот. Эмиссионный департамент мог выпустить без золотого покрытия фиксированную сумму в четырнадцать миллионов фунтов, обеспеченную государственными долговыми бумагами. Каждый фунт сверх этой суммы должен был быть покрыт золотом в хранилище банка, то есть пополнение банкнотной массы зависело от притока металла. Кроме того, закон запретил новым банкам выпускать собственные банкноты, а у существующих ограничил эмиссию, так что со временем Банк Англии стал фактическим монополистом в выпуске денег. Представьте ведро, в котором уровень воды строго равен количеству золота, плюс постоянный слой на дне: примерно так закон видел денежную массу.

Конструкция Пиля оказалась одновременно сильной и хрупкой. Сильной потому, что она надежно защищала фунт от избыточного выпуска, и доверие к британским деньгам стало почти абсолютным. Хрупкой потому, что во время паники, когда всем нужны наличные, банк не мог выпустить дополнительных банкнот, даже если это спасло бы здоровые компании от разорения. В 1847, 1857 и 1866 годах правительству приходилось временно приостанавливать действие закона, разрешая банку выпускать деньги сверх лимита. Причем часто одного объявления о приостановке хватало, чтобы паника утихла, и дополнительных банкнот почти не требовалось.

Этот опыт стоит запомнить, потому что он показывает важное противоречие любого жесткого денежного правила. Жесткое правило дает доверие в спокойные времена, но мешает действовать в кризис. Гибкость позволяет спасать экономику, но подрывает доверие, если ею злоупотребляют. Британцы нашли своеобразный компромисс: закон был строгим, однако все знали, что в крайнем случае его на время отменят, и этого знания хватало для поддержания спокойствия. Как вы увидите в следующих главах, похожий компромисс между правилом и исключением будет искать каждая валютная система.

Благодаря доверию к фунту Лондон в девятнадцатом веке превратился в финансовый центр мира. Основным инструментом мировой торговли стал вексель на Лондон. Механизм был прост: бразильский экспортер кофе отправлял груз в Гамбург, а оплату получал не наличными, а векселем, по которому через три месяца должен был заплатить солидный лондонский торговый банк. Такой вексель можно было продать в любом порту мира за местную валюту, потому что все знали, что лондонский банк платит всегда и платит в фунтах, которые стоят строго определенное количество золота.

Специализированные лондонские фирмы, которые ставили свою подпись на векселях и тем самым гарантировали платеж, назывались акцептными домами. Многие из них выросли из семейных торговых предприятий: Барингов, Ротшильдов, Шрёдеров, Клейнвортов. За подпись

они брали небольшую комиссию, но сам факт, что вексель «акцептован» в Лондоне, делал его почти таким же надежным, как золото. Дисконтные дома и Банк Англии покупали такие векселя до наступления срока, и на этом строился огромный денежный рынок, через который проходила значительная часть мировой торговли.

Историки оценивают, что накануне Первой мировой войны в фунтах стерлингов оформлялась примерно половина или даже больше мировой торговли. Точных данных нет, потому что тогда никто не вел глобальной статистики платежей, но масштаб доминирования не вызывает сомнений. Для сравнения, сегодня доля доллара в мировых расчетах сопоставима, и об этом мы поговорим в главе 16. Важно понять, почему фунт занял такое место: дело было не только в военной и торговой силе империи, но и в предсказуемости его золотого содержания. Купец в Буэнос-Айресе мог планировать сделку на полгода вперед, не опасаясь, что фунт внезапно подешевеет.

Здесь проявилось свойство, которое повторится и с долларом. Чем больше людей пользуется валютой, тем удобнее ею пользоваться всем остальным. Если ваши поставщики и покупатели считают в фунтах, а банки охотно дают кредиты в фунтах, вам невыгодно переходить на другую валюту, даже если она чем-то лучше. Экономисты называют это сетевым эффектом, и он похож на ситуацию с мессенджерами: вы ставите тот мессенджер, в котором сидят ваши знакомые, например Max, а не тот, у которого чуть удобнее интерфейс. Однажды завоевав такое положение, валюта может удерживать его десятилетиями.

Однако у жесткого золотого фунта была и своя цена, о которой нельзя забывать. Первые годы после войн принесли Британии тяжелую дефляцию, то есть общее снижение цен. Когда правительство решило вернуть старую цену золота, бумажный фунт должен был подорожать примерно до уровня довоенного, а это означало, что цены на товары и зарплаты должны были упасть. Между 1815 и 1822 годами цены в Британии существенно снизились, и особенно сильно пострадали фермеры, которые брали кредиты в годы высоких военных цен на зерно, а потом были вынуждены отдавать долги из резко сократившихся доходов.

Посмотрим на дефляцию глазами заемщика, потому что это ключ к пониманию многих последующих событий. Допустим, фермер в 1813 году занял сто фунтов, когда пшеница стоила дорого, и рассчитывал вернуть долг, продав определенное количество зерна. К 1822 году цена пшеницы упала в разы, и для возврата тех же ста фунтов ему нужно было продать в два-три раза больше урожая. Долг в деньгах не изменился, но долг в товарах вырос многократно. Для кредитора это было выгодно, для должника разорительно, и потому вопрос о золоте всегда был вопросом о том, кто выигрывает, а кто проигрывает.

Кроме того, золотая привязка лишала Банк Англии свободы во время кризисов. Если золото уходило за границу из-за плохого урожая или паники, банк был вынужден повышать учетную ставку и сокращать кредит, даже если внутри страны и так наступал спад. В девятнадцатом веке Британия пережила несколько тяжелых финансовых кризисов, примерно раз в десятилетие, и каждый раз жесткость денежной системы делала их острее. Подробно о банковских паниках того времени рассказывает отдельная книга нашей серии, а для нас здесь важен один вывод: стабильность валюты и стабильность экономики не одно и то же.

Давайте подведем черту под этой главой и посмотрим, что из нее стоит унести с собой. Валютная система представляет собой договор о мере ценности и правилах обмена денег разных стран. Долгое время мерой служило серебро, затем страны пытались опереться на два металла сразу, но биметаллизм страдал от закона Грешема, потому что фиксированная пропорция не успевала за рынком. Британия почти случайно перешла на золото благодаря решению Ньютона в 1717 году, пережила двадцать пять лет бумажных денег во время войн с Францией, а затем законами 1816, 1819 и 1844 годов построила образцовый золотой стандарт.

Для Ирины с ее конвертом долларов в этой истории есть неожиданное утешение. Люди двести лет назад так же прятали «хорошие» деньги и расплачивались «плохими», так же боя-

лись обесценения бумаги и так же спорили, виноваты ли в падении курса война или печатный станок. Для Тимура, который выбирает между рублем, юанем и золотом в своем портфеле, главный урок состоит в другом. Валюта сильна не тем, что на ней написано, а тем, насколько ей доверяют другие, и это доверие строится десятилетиями, а теряется за несколько месяцев.

В следующей главе мы увидим, как британский пример начал распространяться по миру. После 1870 года одна страна за другой стала переходить на золото, и за сорок лет сложилась система, которую историки называют классическим золотым стандартом. Вы узнаете, почему поражение Франции в войне с Пруссией ускорило этот процесс, как Америка спорила о серебре так яростно, что это стало главной темой президентских выборов, и каким образом золото само перетекало между странами, выравнивая их торговлю. Именно этот механизм многие до сих пор вспоминают с ностальгией, хотя, как мы покажем, ностальгия эта не вполне оправдана.

# Глава 2. Классический золотой стандарт 1870–1914 годов

К середине девятнадцатого века Британия жила на золоте, а большая часть остального мира по-прежнему опиралась на серебро или на оба металла сразу. Франция держалась за свой биметаллизм, германские государства и Австрия считали в серебре, Соединенные Штаты формально имели двойной стандарт, Индия и Китай были серебряными. Казалось, что так будет еще долго, ведь серебра хватало, а торговля успешно обходилась вексельными расчетами через Лондон. Однако в течение одного поколения, примерно с 1871 по 1900 год, почти все крупные страны перешли на золото, и этот переход оказался удивительно быстрым. В этой главе мы разберем, что его вызвало и как работала система, которую позднее назвали классическим золотым стандартом.

Спусковым крючком перемен стала большая европейская война. В 1870 году Франция объявила войну Пруссии и за несколько месяцев потерпела сокрушительное поражение. По Франкфуртскому миру 1871 года побежденная страна обязалась выплатить новой Германской империи контрибуцию в пять миллиардов франков, сумму по тем временам огромную, примерно четверть годового национального дохода Франции. Французы, к удивлению многих, расплатились досрочно, к 1873 году, собрав деньги с помощью внутренних и внешних займов. В руках германского правительства оказалось огромное количество средств, и встал вопрос, как ими распорядиться.

Новая империя нуждалась и в единой валюте, потому что до объединения в германских землях ходили талеры, гульдены и множество местных монет. Канцлер Бисмарк и его советники решили не просто унифицировать деньги, а сделать это на золотой основе, по британскому образцу. Законами 1871 и 1873 годов была введена марка, привязанная к золоту: из килограмма чистого золота чеканили 2790 марок. Французская контрибуция дала Германии возможность быстро накопить золото и выпустить новые монеты, а старое серебро стало ненужным, и его начали продавать на рынке.

Германия выбрала именно золото, а не серебро, сразу по нескольким причинам. Британия была главным торговым партнером и кредитором мира, и связь с золотым фунтом облегчала торговлю и привлечение капитала. Золото ассоциировалось с современностью и престижем, а серебро казалось атрибутом отсталых аграрных стран. Наконец, после открытия новых серебряных рудников в Неваде в 1859 году, на знаменитой жиле Комсток, предложение серебра росло, и его будущее выглядело ненадежным. Германия сделала ставку на металл, который казался более устойчивым, и эта ставка изменила мировую денежную систему.

Продажа германского серебра запустила цепную реакцию. Страны, которые продолжали принимать серебро по фиксированной цене, рисковали превратиться в свалку для обесценивающегося металла, ведь закон Грешема, знакомый вам по первой главе, работал безотказно. Кто первым закроет двери перед серебром, тот сохранит свое золото, а кто замешкается, получит потоки дешевого металла в обмен на свои золотые запасы. Возникла ситуация, похожая на распродажу на бирже: никто не хочет быть последним, кто держит падающий актив.

Первыми отреагировали северные соседи Германии. В 1873 году Дания и Швеция создали Скандинавский монетный союз, а в 1875 году к ним присоединилась Норвегия. Союз ввел общую золотую крону, которая свободно ходила во всех трех странах, и это был интересный пример того, как небольшие государства могли объединить денежные системы. Нидерланды, где традиционно ходил серебряный гульден, в 1873 году приостановили свободную чеканку серебра, а в 1875 году перешли на золото. Цена серебра на мировом рынке, долгое

время державшаяся около одной пятнадцатой с половиной цены золота, начала устойчиво снижаться.

Гораздо сложнее оказалась ситуация с Латинским монетным союзом. Этот союз создали в 1865 году Франция, Бельгия, Италия и Швейцария, а в 1868 году к ним присоединилась Греция. Идея была передовой для своего времени: страны договорились чеканить серебряные и золотые монеты одинакового веса и пробы, так что французский франк, бельгийский франк, швейцарский франк, итальянская лира и греческая драхма были взаимозаменяемы. Пятифранковая серебряная монета весила двадцать пять граммов при пробе девятьсот, и ее принимали на всей территории союза. Многие видят в этом союзе далекого предка евро.

Латинский союз был построен на биметаллизме с французским соотношением один к пятнадцати с половиной. Когда серебро стало дешеветь, монетные дворы союза оказались под угрозой: любой владелец серебра мог принести его и получить пятифранковые монеты, оцененные дороже рыночной стоимости металла. Чтобы не потерять все золото, союз в 1874 году ограничил чеканку крупной серебряной монеты квотами, а в 1878 году полностью ее прекратил. С этого момента страны союза фактически перешли на так называемый хромающий стандарт: старые серебряные монеты оставались законными деньгами, но новых не чеканили, и опорой стало золото.

Союз страдал и от проблем, которые потом снова проявятся в еврозоне. Члены союза договаривались о весе монет, но не о бюджетной дисциплине. Италия в годы финансовых трудностей выпускала бумажные деньги и вытесняла свое серебро в соседние страны. Папская область, присоединившаяся к стандартам союза, чеканила монеты пониженной пробы, и в 1870 году союз отказался их принимать. Формально Латинский союз просуществовал до конца 1926 года, однако после Первой мировой войны от него осталась только вывеска.

Самым драматичным переход к золоту оказался в Соединенных Штатах. В 1873 году Конгресс принял закон о монетном деле, который среди множества технических положений тихо исключил из списка чеканившихся монет стандартный серебряный доллар. В тот момент это почти никто не заметил, потому что серебро на рынке было дороже официальной цены, и серебряные доллары все равно не чеканили. Однако через несколько лет цена серебра упала, и владельцы рудников обнаружили, что больше не могут принести металл на монетный двор и получить за него полноценные деньги. Закон 1873 года они назвали «Преступлением семьдесят третьего года» и считали заговором банкиров.

Вокруг серебра в Америке сложилось мощное политическое движение. Его поддерживали не только горнодобывающие штаты Запада, но и фермеры Юга и Среднего Запада, страдавшие от падения цен на зерно и хлопок. Логика фермеров была простой: если чеканить больше серебряных денег, денег в экономике станет больше, цены вырастут, и им будет легче расплачиваться по ипотекам и кредитам. Под давлением этого движения Конгресс принял в 1878 году закон Блэнда — Эллисона, обязавший казначейство ежемесячно покупать серебро, а в 1890 году закон Шермана, который увеличил объем покупок. После паники 1893 года закон Шермана отменили, и сторонники серебра почувствовали себя преданными.

Кульминация наступила в 1896 году, на съезде Демократической партии в Чикаго. Молодой оратор из Небраски Уильям Дженнингс Брайан произнес речь, которая вошла в историю американской политики. Он обратился к сторонникам золота со словами о том, что они не распнут человечество на золотом кресте, и эта метафора мгновенно сделала его кандидатом в президенты. Выборы 1896 года фактически превратились в референдум о денежном стандарте: Брайан выступал за свободную чеканку серебра в пропорции шестнадцать к одному, республиканец Уильям Мак-Кинли за золото.

Мак-Кинли победил, получив поддержку промышленного Северо-Востока, банков и рабочих городов, которые боялись, что рост цен съест их зарплаты. Окончательно вопрос был решен законом о золотом стандарте, подписанным в марте 1900 года, который юридически

закрепил золото как единственную основу доллара. Интересно, что к этому времени спор во многом потерял остроту: новые месторождения золота увеличили его добычу, цены начали расти, и фермерам стало легче. Брайан баллотировался еще дважды, но серебряный вопрос больше не захватывал Америку так, как в 1896 году.

Есть любопытная версия, согласно которой отголоски этой борьбы можно найти в детской книге. Сказка Фрэнка Баума «Удивительный волшебник из страны Оз», вышедшая в 1900 году, по мнению некоторых историков, полна денежных аллегорий. Дорога из желтого кирпича будто бы символизирует золото, серебряные башмачки героини олицетворяют серебро, а сам Оз является сокращением слова «унция». Сам Баум никогда не подтверждал такого толкования, и многие исследователи считают его натяжкой, но сам факт, что такая версия возникла, хорошо показывает, насколько денежный вопрос пропитал американскую культуру того времени.

Почему количество золота в мире так сильно влияло на цены и на политические страсти? Ответ кроется в том, что при золотом стандарте количество денег в экономике было привязано к количеству металла. Если золота добывали мало, а экономика росла, денег на каждый товар приходилось все меньше, и цены падали. Если же открывали новые богатые месторождения, денег становилось больше, и цены росли. Получалось, что уровень цен во всем мире зависел от удачи старателей и геологов.

История девятнадцатого века дает тому яркие примеры. В 1848 году на лесопилке в Калифорнии нашли золото, и началась знаменитая золотая лихорадка, а в 1851 году крупные месторождения открыли в Австралии. За следующее десятилетие мировая добыча золота выросла в несколько раз, и в 1850-е годы цены в золотых странах заметно пошли вверх. Затем добыча стабилизировалась, экономики продолжали расти, а многие страны одновременно переходили на золото и накапливали его в резервах. Спрос на металл вырос, предложение отставало, и с 1873 по 1896 год во многих странах цены почти непрерывно снижались.

Этот период дефляции получил в Британии название Долгой депрессии, хотя это слово не вполне точное: производство продолжало расти, а реальные зарплаты рабочих даже увеличивались, поскольку цены на продукты падали. Страдали в первую очередь должники и производители сырья, прежде всего фермеры по обе стороны Атлантики. Ситуация переломилась в конце века, когда в 1886 году открыли богатейшие золотые месторождения Витватерсранда в южноафриканском Трансваале, а в 1896 году нашли золото на Клондайке на северо-западе Канады, что вызвало новую лихорадку. Вскоре была найдена россыпь у Нома на Аляске.

Не менее важным оказалось технологическое открытие. В 1887 году шотландские химики разработали метод цианирования, позволявший извлекать золото из бедных руд, которые раньше считались бесполезными. Именно этот метод сделал рентабельными гигантские, но низкосортные руды Южной Африки, и к началу двадцатого века Трансвааль стал крупнейшим источником золота в мире. Мировая добыча за двадцать лет выросла многократно, и с 1896 года цены во всех золотых странах снова начали расти. Тот самый вопрос, из-за которого Брайан призывал не распинать человечество на золотом кресте, решили не политики, а геологи и химики.

Теперь, когда вы знаете, как мир собрался в золотой клуб, пора разобраться, как этот клуб работал изнутри. Главная его идея состояла в том, что валюты всех участников были привязаны к золоту, а значит, и друг к другу. Если фунт содержит определенное количество золота, а доллар содержит в несколько раз меньше, то соотношение между ними задано заранее. Экономисты называют такое соотношение монетным паритетом. Для фунта и доллара он составлял примерно 4,87 доллара за фунт, и эта цифра оставалась неизменной с 1879 года, когда США восстановили размен после Гражданской войны, вплоть до 1914 года.

Проверить эту цифру можно простой арифметикой, и это полезное упражнение для понимания всей системы. В соверене, как вы помните из первой главы, около 7,32 грамма чистого

золота. Американский доллар по закону содержал 23,22 грана чистого золота, что составляет примерно 1,505 грамма. Если разделить 7,32 на 1,505, получится около 4,86–4,87, то есть ровно тот курс, который весь мир видел в котировках на протяжении десятилетий. Никакой биржевой магии здесь не было: курс фунта к доллару был просто отношением двух весов металла.

Еще задолго до классического золотого стандарта шотландский философ Дэвид Юм описал, как металлические деньги должны сами поддерживать равновесие между странами. В эссе 1752 года о торговом балансе он предложил мысленный эксперимент. Представьте, что за одну ночь у всех жителей Британии исчезли четыре пятых денег. Цены и зарплаты резко упадут, британские товары станут дешевыми, иностранцы бросятся их покупать, и золото потечет в страну до тех пор, пока цены не выровняются с соседями. Если, наоборот, денег станет впятеро больше, британские товары подорожают, страна начнет покупать за границей, и лишнее золото уйдет.

Этот механизм получил название механизма движения цен и денег, или механизма Юма, и его удобно рассмотреть на конкретном примере. Допустим, Аргентина в какой-то год собрала плохой урожай пшеницы и продала за границу меньше, чем купила там машин и тканей. Ей нужно доплатить разницу, и она отправляет за океан золото. Золота внутри страны становится меньше, денег в обращении тоже, цены в Аргентине снижаются, аргентинские товары дешевеют для иностранцев, экспорт растет, импорт сокращается, и через некоторое время баланс выравнивается. Никакому министерству не нужно ничего решать, все происходит само.

Красота этой схемы завораживала экономистов на протяжении двух столетий. В ней не было места произволу правительства: если страна жила не по средствам, золото уходило, и жизнь сама заставляла ее затянуть пояс. Если страна много производила и мало тратила, золото приходило, и она могла позволить себе больше. Механизм напоминал сообщающиеся сосуды, в которых вода сама находит единый уровень. Многие современные сторонники возврата к золоту вспоминают именно эту картину, когда говорят о естественной дисциплине.

Однако за красотой скрывалась жесткость, о которой обычно умалчивают. Падение цен внутри страны, необходимое для восстановления баланса, на практике означало падение зарплат, разорение компаний и безработицу. Зарплаты и цены в реальной жизни снижаются медленно и болезненно, потому что люди сопротивляются урезанию своего дохода. Механизм Юма описывал конечную точку, но не говорил, сколько людей потеряют работу по дороге к ней. Эта цена станет особенно заметной в двадцатом веке, когда рабочие получат право голоса и профсоюзы.

Теперь посмотрим, как выглядел обмен валют на практике. Если фунт стоил 4,87 доллара по паритету, это вовсе не означало, что курс на рынке всегда был ровно таким. Курс колебался, но в узких пределах, и эти пределы определялись стоимостью перевозки золота через океан. Представьте американского импортера, которому нужно заплатить в Лондоне тысячу фунтов. Он может купить на рынке вексель на Лондон, а может взять в банке золото, погрузить его на пароход, застраховать и отправить в Англию, где его обменяют на фунты по паритету.

Перевозка слитков стоила денег: фрахт, страховка, упаковка, потеря процентов за время в пути. Все вместе это составляло около половины процента от суммы. Значит, если курс фунта на рынке поднимался выше паритета больше чем на эти полпроцента, примерно до 4,89–4,90 доллара, импортеру становилось выгоднее отправить золото, чем покупать фунты. Спрос на фунты на рынке тут же падал, и курс возвращался назад. Точно так же, если фунт дешевел примерно до 4,84–4,85 доллара, британскому импортеру выгоднее было везти золото в Нью-Йорк.

Эти пограничные значения назвали золотыми точками, верхней и нижней. Курс фунта к доллару при классическом золотом стандарте гулял только между ними, и весь коридор составлял около одного процента. Для сравнения, сегодня курс рубля к юаню может измениться на

процент за один торговый день, а за год колебания бывают в десятки процентов. Понятно, почему купцы и инвесторы той эпохи воспринимали курсы как нечто неизменное и почти не задумывались о валютном риске. Тимур, который сегодня держит облигации в юанях, такой роскоши лишен, и именно поэтому вопросы курса занимают так много места в этой книге.

Со временем ширина коридора между золотыми точками сокращалась. Пароходы становились быстрее, страхование дешевле, а в 1866 году заработал трансатлантический телеграфный кабель, который позволил узнавать курс в Лондоне за минуты, а не за недели. Арбитражеры стали реагировать на малейшие отклонения, и курс фунта к доллару держался все ближе к паритету. Это хороший пример того, как технологии влияют на валютные системы: быстрая связь и дешевая логистика делали золотой стандарт более гладким.

Теперь самое интересное: на вопрос, кто управлял этой системой, классический ответ звучит так, что никто и все происходило автоматически. Однако в действительности центральные банки играли в ней активную роль, и их действия опирались на неписаные правила, которые позже Джон Мейнард Кейнс назвал «правилами игры». Суть правил была такова: если золото уходит из страны, центральный банк должен поднять процентную ставку и сократить кредит, ускорив снижение цен. Если золото приходит, банк должен снизить ставку и расширить кредит. Так центробанк помогал механизму Юма, а не мешал ему.

Главным инструментом Банка Англии была учетная ставка, то есть ставка, под которую банк покупал векселя у других банков. Повышение ставки действовало удивительно быстро. Деньги со всего мира шли в Лондон за более высоким доходом, иностранные банки переводили туда свои средства, и золото начинало притекать уже через несколько дней. В Сити ходила поговорка, что ставка в семь процентов способна притянуть золото даже с Луны. Это показывает, насколько велико было доверие к фунту: инвесторы не боялись девальвации, поэтому небольшая прибавка к доходности сразу перемещала огромные суммы.

Здесь кроется важная деталь, которая меняет наше представление о системе. Механизм Юма опирался на движение товаров и цен, а это процесс медленный. Реальное равновесие при классическом золотом стандарте во многом поддерживалось потоками капитала, которые реагировали на процентные ставки мгновенно. Иначе говоря, золотой стандарт работал не столько как сообщающиеся сосуды с водой, сколько как сеть банков, доверявших друг другу и Лондону. Когда это доверие исчезнет, исчезнет и система, и мы увидим это в главах 4 и 5.

Историки, изучавшие архивы центральных банков, обнаружили еще один неожиданный факт. Американский экономист Артур Блумфилд в 1959 году показал, что центробанки довольно часто нарушали правила игры. Когда золото приходило, они не всегда расширяли кредит, а когда уходило, иногда старались смягчить последствия. Банк Франции, например, предпочитал держать огромные золотые резервы и не менять ставку слишком часто, а при оттоке золота мог взимать небольшую премию за выдачу золотых монет. Немецкий Рейхсбанк использовал неформальное давление на банки, чтобы те не вывозили золото.

Система все-таки работала почти сорок лет, и во многом благодаря доверию. Участники рынка были уверены, что крупные страны не отступят от золотого паритета, поэтому, когда курс приближался к золотой точке, спекулянты не играли против валюты, а наоборот, покупали ее в расчете на возврат к паритету. Такая уверенность сама поддерживала стабильность. Экономисты называют это стабилизирующей спекуляцией, и она возможна только тогда, когда обещание властей абсолютно надежно. Стоит этому обещанию дать трещину, и спекуляция начинает раскачивать курс, а не успокаивать его.

Кроме того, в трудные минуты центральные банки помогали друг другу. Во время кризиса 1890 года, когда крупный лондонский дом Барингов оказался на грани краха из-за аргентинских долгов, Банк Франции и Государственный банк Российской империи предоставили Банку Англии золото. Похожая помощь оказывалась и в другие кризисные годы. Получалось, что за видимой автоматикой стояла сеть взаимных одолжений, и Лондон, в свою очередь, был

готов поддерживать других. Это сотрудничество было неформальным, но без него система вряд ли выдержала бы потрясения.

Хорошей иллюстрацией того, как ставка Банка Англии управляла мировыми потоками золота, служит осень 1907 года. В Нью-Йорке разразилась тяжелая банковская паника, американские банки отчаянно нуждались в наличных и стали массово вывозить золото из Лондона. Резервы Банка Англии начали таять, и в ноябре он поднял учетную ставку до семи процентов, самого высокого уровня за много лет. Высокая ставка притянула золото из Франции, Германии и других стран, и Лондон сумел одновременно снабдить Америку металлом и сохранить собственный резерв. Небольшой по меркам мировой экономики британский резерв работал как насос, перекачивающий золото туда, где оно было нужнее всего.

Эта история объясняет еще одну особенность системы, которую часто упускают из виду. Банк Англии держал удивительно скромный золотой резерв, гораздо меньше, чем Банк Франции или российский Государственный банк. Ему не нужно было много золота, потому что весь мир держал средства в Лондоне и реагировал на его ставку. Сравните это с человеком, у которого почти нет наличных, но есть отличная кредитная история и доступ к любому банку: ему не нужен большой запас купюр в кошельке. Именно такое положение Британии делало ее сердцем системы, а когда после войны оно было утрачено, системе понадобилось гораздо больше золота, чем существовало в мире.

До сих пор мы говорили о богатых странах ядра, но золотой клуб имел и периферию, и там все выглядело иначе. Многие бедные страны хотели получить выгоды золотого стандарта, ведь он облегчал привлечение иностранных займов, но у них не было достаточно золота. Решением стал золотодевизный стандарт: страна держала резервы не в металле, а в валюте золотой страны, чаще всего во вкладах и векселях в Лондоне, и обещала обменивать свою валюту на эту иностранную валюту по фиксированному курсу. Самым известным примером стала Британская Индия.

Индия веками жила на серебряной рупии, и падение цены серебра после 1873 года больно ударило по ее финансам. Колониальное правительство должно было каждый год переводить в Лондон значительные суммы в фунтах на выплату пенсий чиновникам и процентов по займам, а рупия дешевела, и платить приходилось все больше. В 1893 году монетные дворы Индии закрыли для свободной чеканки серебра, а в 1898–1899 годах курс рупии закрепили на уровне одного шиллинга четырех пенсов. Резервы для поддержания курса хранились в Лондоне. Молодой Кейнс в 1913 году посвятил этой системе свою первую книгу и считал ее более современной и экономной, чем классический золотой стандарт.

Япония выбрала путь, удивительно похожий на германский. После победы в войне с Китаем по Симоносекскому договору 1895 года она получила крупную контрибуцию, которую выплачивали в фунтах стерлингов в Лондоне. Эти средства позволили Японии в 1897 году перейти на золотой стандарт и тем самым войти в клуб развитых держав. Для молодой индустриальной страны это был способ показать западным инвесторам, что ей можно доверять, и вскоре японские правительственные облигации стали размещаться на лондонском рынке. В том же году на золото перешла и Россия, но ее история настолько важна для нас, что ей посвящена следующая глава.

Совсем другой опыт дала Аргентина. Эта страна в конце девятнадцатого века была одной из самых быстрорастущих в мире и активно занимала деньги в Лондоне, но ее денежная политика была неустойчивой. После кризиса 1890 года, связанного с теми самыми аргентинскими долгами Барингов, Аргентина несколько лет жила на неразменных бумажных деньгах. В 1899 году была создана Конверсионная касса, которая выпускала банкноты только в обмен на золото по фиксированному курсу. По сути, это был предшественник валютного совета, о котором мы будем говорить в главе 13, и до 1914 года он работал успешно.

Поучительный пример дала и Австро-Венгрия. В 1892 году она ввела новую денежную единицу, крону, определенную в золоте, и начала накапливать металл, однако обязанность разменивать банкноты на золото по требованию так и не была официально закреплена. Тем не менее с середины 1890-х годов курс кроны держался у паритета не хуже, чем курсы стран с формальным разменом. Центральный банк поддерживал его продажей золота и иностранных векселей, а рынок верил, что так будет и дальше. Этот случай хорошо показывает, что юридическая форма значит меньше, чем доверие к намерениям властей.

Отдельного внимания заслуживают страны, которые так и остались на серебре, прежде всего Китай. Пока золотой клуб расширялся, цена серебра по отношению к золоту за четверть века упала примерно вдвое. Для серебряной страны это означало, что ее валюта постоянно дешевела относительно золотых валют, то есть, по сути, она жила при плавающем курсе задолго до того, как этот термин вошел в обиход. Дешевеющая валюта помогала китайским экспортерам шелка и чая, зато долги, взятые в золотых валютах, становились все тяжелее. Каждый раз, когда серебро дешевело, китайскому правительству приходилось собирать больше налогов, чтобы выплатить проценты лондонским кредиторам.

Здесь стоит разобрать распространенную ошибку инвесторов того времени, которая повторяется и сегодня. Многие считали, что фиксированный курс полностью избавляет от валютного риска, и охотно покупали облигации периферийных стран с повышенной доходностью. Когда в 1890 году Аргентина не смогла обслуживать долги, держатели ее облигаций потеряли деньги не на курсе, а на неплатеже. Валютный риск никуда не исчез, он просто превратился в риск дефолта, потому что страна, не способная удержать курс, не способна и платить по долгам. Если вам предлагают высокую доходность при якобы стабильном курсе, полезно спросить себя, за какой именно риск вам платят.

Пример периферии показывает важную вещь. Для стран ядра, прежде всего Британии, Франции и Германии, золотой стандарт был надежной и почти незаметной основой. Для стран периферии он был постоянным испытанием: они легко теряли резервы при падении цен на сырье, при остановке притока иностранного капитала или при неурожае. Многие латиноамериканские и южноевропейские страны то входили в золотой клуб, то выходили из него, приостанавливая размен. Так что картина всеобщей золотой стабильности верна только для богатого центра мира.

В завершение главы разберем самый устойчивый миф о классическом золотом стандарте. Его сторонники часто говорят, что при золоте цены были стабильными, а сбережения не обесценивались. Это утверждение верно лишь отчасти, и вот почему. Если взять длинный период с 1870 по 1914 год, уровень цен в Британии в конце был примерно таким же, как в начале, и в этом смысле золото действительно сохраняло ценность. Однако внутри этого периода цены сначала больше двадцати лет падали, а потом почти двадцать лет росли, и колебания год к году были гораздо сильнее, чем при современной политике таргетирования инфляции.

Экономики тоже не отличались стабильностью. Классический золотой стандарт сопровождался частыми банковскими паниками, особенно в США, где кризисы случались в 1873, 1884, 1890, 1893 и 1907 годах. Безработица колебалась сильно, а безопасной сети в виде пособий почти не было. Стабильными были именно валютные курсы между крупными странами, и это было большое достижение для торговли и инвестиций. Однако цену этой стабильности платили рабочие, фермеры и должники, которые принимали на себя все удары, от которых курс был защищен.

Не стоит забывать и о том, что золотой стандарт совпал с первой глобализацией. Никогда прежде товары, капиталы и люди не перемещались по миру так свободно: десятки миллионов европейцев эмигрировали в Америку, британские инвесторы вкладывали деньги в аргентинские железные дороги, а российские облигации продавались в Париже. Фиксированные курсы облегчали эти потоки, но и сами держались благодаря им. Когда Ирина сравнивает свой кон-

верт с долларами с золотыми монетами прадедов, ей полезно помнить: прадеды жили в мире без валютного риска, но с огромным риском потерять работу и без защиты от банковских крахов.

Таким образом, к 1914 году мир жил в системе, которую потом будут вспоминать как утраченный золотой век. Валюты крупных стран были жестко связаны через золото, курсы колебались в пределах одного процента, Лондон управлял потоками капитала, а центральные банки поддерживали друг друга в трудные минуты. Однако под этой гладкой поверхностью скрывались дефляция, жесткость и неравенство между центром и периферией. Прежде чем увидеть, как эту систему сломала мировая война, мы задержимся в России, которая вошла в золотой клуб последней из великих держав и заплатила за это особую цену.

# Глава 3. От серебра Канкрина до реформы Витте

Когда сегодня говорят о «твердом рубле», чаще всего вспоминают именно эпоху конца девятнадцатого и начала двадцатого века, когда русская валюта свободно менялась на золото и уверенно котировалась на европейских биржах. Золотые десятирублевки Николая Второго до сих пор продаются у нумизматов, а выражение «золотой рубль» стало синонимом надежности. Однако путь к этому рублю занял почти сто лет и сопровождался войнами, дефицитами и острыми спорами. В этой главе мы проследим, как Россия шла к золотому стандарту, что она за это заплатила и почему все рухнуло за несколько дней лета 1914 года. Для российского инвестора это не просто история, а первый урок о том, как внешнеполитические события решают судьбу национальной валюты.

Начнем с начала девятнадцатого века, когда в России фактически существовали две разные денежные единицы с одинаковым названием. Еще в 1769 году Екатерина Вторая ввела бумажные ассигнации, которые поначалу свободно менялись на медную монету. Войны конца восемнадцатого века и особенно наполеоновские войны заставили правительство печатать ассигнации в огромных количествах, и их ценность стремительно падала. К 1810 году за бумажный рубль давали лишь около четверти серебряного. Так в стране появились два рубля: серебряный, полноценный, и ассигнационный, обесцененный.

Жизнь с двумя рублями превратилась в постоянную головную боль. Цены в лавках указывали то в серебре, то в ассигнациях, а разница между ними, которую называли лажем, менялась от года к году и даже от губернии к губернии. Сложился так называемый простонародный лаж, то есть местный курс, по которому торговцы и крестьяне меняли бумажки на монету, и он нередко отличался от официального. Представьте, что в Твери и в Краснодаре курс доллара к рублю различается на десять процентов, а в каждой лавке на кассе висит своя табличка. Купцы зарабатывали на этой путанице, а простые люди постоянно теряли.

Порядок в этом хаосе навел Егор Францевич Канкрин, министр финансов с 1823 по 1844 год. Канкрин был осторожным и консервативным финансистом, не доверявшим бумажным деньгам, и долгие годы копил серебро в казне, прежде чем решиться на реформу. Манифест 1 июля 1839 года объявил серебряный рубль главной денежной единицей империи. Ассигнации остались в обращении, но их курс закрепили неизменно: три с половиной рубля ассигнациями за один рубль серебром. Тем самым узаконили многолетнее обесценение и положили конец пляске лажа.

Следующим шагом стал выпуск депозитных билетов в 1840 году. Это были бумажные деньги нового типа, полностью обеспеченные серебром: человек приносил серебряную монету в специальную кассу и получал взамен билет, который в любой момент мог обменять обратно. По сути, это была квитанция о хранении металла, и ей доверяли так же, как самому серебру. Эксперимент оказался удачным и подготовил почву для окончательного шага, который Канкрин сделал перед уходом в отставку.

Манифест 1843 года ввел государственные кредитные билеты, которые заменили и ассигнации, и депозитные билеты. Старые ассигнации обменивали на новые кредитные билеты по тому же курсу три с половиной к одному, и обмен этот растянулся на несколько лет. Кредитные билеты свободно разменивались на серебро, а для поддержки размена создали специальный фонд металла. Россия получила то, к чему стремилась полвека: единый рубль, привязанный к металлу, и бумажные деньги, которым люди доверяли. Это был серебряный монометаллизм, то есть стандарт, основанный на одном серебре.

Реформа Канкрина продержалась немногим более десяти лет. В 1853 году началась Крымская война, которая потребовала огромных расходов. Казна снова прибегла к печатному станку, выпуск кредитных билетов вырос в несколько раз, а металлический фонд не мог

покрыть растущую бумажную массу. Уже в 1854 году размен кредитных билетов на серебро фактически прекратили, сначала ограничив выдачу металла, а потом и вовсе свернув ее. Рубль снова стал бумажным, и его курс к иностранным валютам начал колебаться в зависимости от новостей с фронта.

Здесь мы видим закономерность, которая повторится в этой книге многократно. Металлическая привязка держится, пока государству не нужно срочно найти огромные деньги, а самые срочные и огромные расходы обычно связаны с войной. В Британии во время наполеоновских войн произошло то же самое, о чем мы говорили в первой главе. Различие состояло в том, что Британия войну выиграла и вернула размен, а Россия войну проиграла и десятилетиями не могла восстановить доверие к своим деньгам. Поражение в Крымской войне показало, насколько хрупкой была только что построенная система.

После войны правительство Александра Второго предприняло попытку вернуть размен. В 1860 году был учрежден Государственный банк, который должен был заниматься кредитом и денежным обращением. В 1862 году министр финансов Михаил Рейтерн, опираясь на заграничный заем, открыл размен кредитных билетов на металл по постепенно повышающемуся курсу. Эксперимент закончился неудачей: люди, не веря в его долговечность, бросились менять бумагу на монету, и примерно за полтора года металлический фонд истощился. В 1863 году размен пришлось прекратить, а деньги, потраченные на попытку, по сути, были выброшены на ветер.

Этот эпизод очень важен для понимания валютных систем. Обещание обменивать деньги на металл работает только тогда, когда в него верят. Если люди сомневаются, что обещание продержится долго, они спешат воспользоваться им сейчас, пока окно открыто, и сами же его закрывают. Это похоже на очередь в банк при слухах о его проблемах: каждый понимает, что денег на всех не хватит, и старается успеть первым. Рейтерн не учел, что после поражения в войне и при огромном бюджетном дефиците доверие было слишком слабым для такого шага.

Следующие три десятилетия Россия жила на неразменном бумажном рубле. Его курс колебался так сильно, что для иностранных инвесторов и торговцев он стал одной из самых рискованных валют Европы. Русско-турецкая война 1877–1878 годов потребовала новой эмиссии, и рубль опять ослаб. В 1880-е годы кредитный рубль стоил примерно шестьдесят с небольшим копеек золотом, то есть потерял около трети своей металлической ценности. При этом курс не был стабильным даже на этом уровне и мог сильно меняться за несколько месяцев.

Главной площадкой, где определялся курс рубля, стала Берлинская биржа. Германия была крупнейшим торговым партнером России, и в Берлине возник активный рынок русских кредитных билетов. Торговали ими буквально: пачки бумажных рублей перевозили через границу и продавали на бирже, а также заключали сделки на срок, то есть договаривались о покупке или продаже рублей через месяц или три по заранее оговоренной цене. Спекулянты ставили на падение или рост рубля, а политические новости из Петербурга и слухи о войне мгновенно отражались в котировках.

Для российского правительства зависимость курса от берлинских спекулянтов была унизительной и опасной. В 1887 году отношения с Германией обострились, и канцлер Бисмарк запретил Рейхсбанку принимать российские ценные бумаги в залог по кредитам. Этот запрет, известный как ломбардный запрет, обрушил спрос на русские бумаги в Германии, и российские займы стали переводить на парижский рынок. Так экономическая политика стала частью дипломатии, а финансовая ориентация России начала смещаться от Берлина к Парижу. Мы еще вернемся к этому повороту, когда будем говорить о французских займах.

Самый известный эпизод борьбы с берлинскими спекулянтами связан с именем Сергея Юльевича Витте. Став министром финансов в 1892 году, он внимательно изучил механику берлинского рынка. В 1894 году, когда многие спекулянты играли на понижение рубля, то есть продали на срок рубли, которых у них не было, Витте запретил вывоз кредитных билетов за

границу и одновременно через доверенных лиц скупил рубли на рынке. Когда пришло время исполнять сделки, спекулянтам негде было взять бумажные рубли, и им пришлось покупать их у агентов министерства по очень высокой цене.

Витте фактически устроил то, что сегодня назвали бы коротким сжатием, когда игроки на понижение вынуждены покупать актив по любой цене, чтобы закрыть позиции. Убытки берлинских спекулянтов были значительными, и с тех пор желающих играть против рубля стало заметно меньше. Этот эпизод демонстрирует силу государства, которое контролирует предложение собственной валюты. Однако важно понимать и его ограниченность: подобная операция возможна только однажды и только на небольшом рынке, а в современных условиях, когда валюта торгуется на огромных площадках по всему миру, повторить ее невозможно.

Однако одной борьбы со спекулянтами для твердого рубля было мало. Главным условием перехода к золоту было накопление золотого запаса, и эту задачу последовательно решали три министра финансов. Николай Бунге, руководивший министерством с 1881 по 1886 год, был профессором-экономистом и сторонником постепенных реформ. Он стремился сократить бюджетный дефицит, изымал из обращения часть кредитных билетов и закладывал основы налоговой системы. Его политика была осторожной и медленной, а результаты оказались скромными, но именно он поставил задачу будущего возврата к размену.

Иван Вышнеградский, министр с 1887 по 1892 год, действовал жестче. Он добился бюджетного профицита за счет повышения косвенных налогов и таможенных пошлин, а главное, стимулировал экспорт хлеба любой ценой. Сборы налогов с крестьян приходились на осень, и чтобы заплатить, крестьяне вынуждены были продавать зерно сразу после урожая, когда оно стоило дешево. Хлеб уходил за границу, а в страну поступало золото. С именем Вышнеградского связывают фразу «недоедим, но вывезем», хотя точность этой цитаты историки обсуждают до сих пор.

Ценой такой политики стал страшный голод 1891–1892 годов, охвативший десятки губерний и унесший сотни тысяч жизней. Неурожай случился бы в любом случае, но массовый вывоз хлеба в предыдущие годы лишил деревню запасов, которые могли бы смягчить беду. Голод подорвал репутацию Вышнеградского, и вскоре он ушел в отставку. Для нас этот эпизод важен как жестокое напоминание о том, что стабильная валюта бедной аграрной страны покупалась ценой благополучия ее населения. Золото в подвалах Государственного банка накапливалось буквально за счет недоеденного хлеба.

К золоту рубль подталкивала и таможенная политика. Еще с 1877 года таможенные пошлины в России взимались в золоте, а не в кредитных рублях. Это давало казне постоянный приток металла и одновременно защищало доходы бюджета от обесценения бумажного рубля. В 1891 году был введен высокий протекционистский тариф, который сделал ввоз иностранных товаров дорогим и еще больше увеличил золотые поступления. Получалось, что импортеры фактически платили государству золотом, а экспортеры зерна приносили его в страну.

Человек, который довел дело до конца, сам по себе заслуживает отдельного рассказа. Сергей Витте не был ни профессором, ни придворным финансистом. Он начинал карьеру на Одесской железной дороге, дослужился до управляющего крупной частной дорогой и прекрасно знал, как устроены реальные перевозки, тарифы и расчеты с иностранными поставщиками. Этот практический опыт сказывался во всем: Витте мыслил категориями оборота, денежных потоков и доверия контрагентов, а не абстрактными схемами. В 1892 году он стал министром путей сообщения, а через несколько месяцев возглавил Министерство финансов, где проработал больше десяти лет.

Для перехода к золоту Витте нужны были не только резервы, но и надежные доходы бюджета, иначе любое ухудшение ситуации заставило бы правительство снова печатать деньги. Одним из главных источников таких доходов стала винная монополия, которую начали вводить в 1894 году. Государство взяло в свои руки розничную продажу водки, и уже через несколько

лет она приносила казне огромные суммы, по некоторым оценкам около четверти всех доходов бюджета. С моральной точки зрения такая опора финансов вызывала много вопросов, но для валютной политики она сыграла важную роль. Стабильный денежный поток в казну позволял сводить бюджет без эмиссии и тем самым поддерживать доверие к рублю.

Почему Россия, долго жившая на серебре, решила перейти именно на золото, а не вернуться к серебряному рублю времен Канкрина? Ответ дают события, о которых мы рассказали во второй главе. К 1890-м годам серебро стремительно дешевело, а все ведущие торговые партнеры России уже перешли на золото. Возврат к серебру привязал бы рубль к обесценивающемуся металлу и отрезал бы страну от дешевых займов в Париже и Лондоне. Индия как раз в эти годы закрыла монетные дворы для серебра, и пример колонии, страдающей от падения своей валюты, был у всех перед глазами.

Сторонники серебра или неразменных бумажных денег все же существовали и приводили свои доводы. Они считали, что дешевеющий рубль выгоден экспортерам зерна, потому что за каждую проданную за границу тонну они получают больше рублей. Аргумент был небезосновательным, и в главе 10 мы подробно разберем, как курс влияет на экспортеров и импортеров. Однако Витте рассуждал иначе: для страны, которая хотела строить заводы и железные дороги на иностранные деньги, важнее было доверие инвесторов, чем временная выгода экспортеров. Этот спор между стимулированием экспорта и привлечением капитала не утихает в России и сегодня.

Оставалось решить последний вопрос, который часто ускользает от внимания: как подготовить к переходу население и деловой мир. Витте понимал, что внезапное изменение денежной системы вызовет панику и слухи о конфискации или обмане. Поэтому подготовка шла через прессу, через объяснения в Государственном совете, через постепенное знакомство купцов с операциями в золоте. Однако большинство людей узнало о реформе тогда, когда ее основные решения уже были приняты. Как вы увидите дальше, это создало реформе много противников, считавших, что важнейший вопрос жизни страны решили за закрытыми дверями.

К середине 1890-х годов золотой запас России превысил миллиард рублей и стал одним из крупнейших в мире. Витте решил, что пора действовать. Главный вопрос заключался в том, по какому курсу привязывать рубль к золоту. Можно было, как британцы в 1821 году, восстановить старое металлическое содержание рубля, но для этого бумажному рублю пришлось бы подорожать примерно на треть, а значит, цены и доходы внутри страны должны были бы упасть. Витте хорошо понимал, чем это грозит аграрной стране с огромным количеством должников, и выбрал другой путь.

Реформа проводилась поэтапно, и это стало одним из ее главных достоинств. В 1895 году был принят закон, разрешивший заключать сделки в золотой монете и принимать ее в государственные кассы по рыночному курсу. Затем курс кредитного рубля фактически стабилизировали: Государственный банк стал покупать и продавать золото по фиксированной цене, и на протяжении двух лет рынок привык к тому, что курс не меняется. Только после того, как люди убедились в устойчивости рубля, правительство оформило переход юридически. Такой подход сильно отличался от поспешной попытки Рейтерна, которая провалилась, потому что опередила доверие.

Ключевой документ появился 3 января 1897 года. Указ предписывал чеканить золотую монету, империал, достоинством не в десять рублей, как прежде, а в пятнадцать рублей при том же весе золота. Это означало, что рубль официально стал на треть легче в металле по сравнению с прежним золотым рублем. По сути, правительство узаконило ту ценность, которую кредитный рубль уже имел на рынке, и избежало болезненного подтягивания цен. Новый рубль содержал 0,774 грамма чистого золота, и эта цифра стала символом русской финансовой стабильности на два десятилетия.

Давайте переведем эту цифру в привычные для нас валюты того времени. Если в британском соверене было около 7,32 грамма чистого золота, а в рубле 0,774 грамма, то фунт стоил примерно 9,46 рубля. Доллар, содержавший около 1,505 грамма золота, стоил около 1,94 рубля. Эти курсы, как и курс фунта к доллару, были не результатом торгов, а простым отношением весов металла, и колебались они только в пределах золотых точек. Русский купец, торговавший с Лондоном или Нью-Йорком, мог быть уверен, что через год его выручка в рублях будет стоить столько же в иностранной валюте.

Чтобы почувствовать масштаб этих чисел, полезно сопоставить их с доходами того времени. Средний заработок фабричного рабочего накануне Первой мировой войны составлял около двадцати с небольшим рублей в месяц. По курсу золотого стандарта это примерно десять-одиннадцать долларов или чуть больше двух фунтов стерлингов. Американский рабочий в те же годы зарабатывал в несколько раз больше, и фиксированный курс делал эту разницу видимой и неизменной. Для эмигрантов, уезжавших из России в Америку, такой пересчет был понятен без всяких экономических книг: за океаном за тот же труд платили больше, и разница в золоте не таяла.

Летом 1897 года был принят закон о выпуске кредитных билетов, определивший правила их обеспечения. Государственный банк мог выпускать бумажные деньги на сумму до шестисот миллионов рублей при условии, что они обеспечены золотом не менее чем наполовину. Всякий выпуск сверх этой суммы должен был покрываться золотом рубль в рубль. Эти правила были строже британских: в Англии без золотого покрытия выпускалась фиксированная небольшая сумма, а в России даже базовая часть была наполовину покрыта металлом. Кредитные билеты свободно обменивались на золотые монеты в любом отделении банка.

Вместе с новыми правилами появились и новые монеты. Империал в пятнадцать рублей и полуимпериал в семь с половиной рублей чеканили недолго, потому что неровные номиналы оказались неудобными. Вскоре основными золотыми монетами стали десятирублевик и пятирублевик, которые в народе по привычке тоже называли империалом и полуимпериалом. Эти монеты массово чеканили до начала Первой мировой войны, и именно они сегодня продаются как инвестиционные и коллекционные монеты под названием «червонец Николая Второго». Многие российские семьи бережно хранили их через все потрясения двадцатого века.

Население встретило золото без особого восторга, и поначалу многие отнеслись к нему с подозрением. Привыкшие к бумажным деньгам люди находили золотые монеты слишком мелкими и легкими для своего номинала, а крестьяне опасались, что их обманут при размене. Некоторые купцы предпочитали кредитные билеты, потому что их удобнее было пересчитывать и перевозить. Тем не менее со временем золото прочно вошло в обращение, и к 1914 году в руках населения и в кассах находились сотни миллионов рублей в золотой монете. Важнее было другое: сама возможность получить золото по первому требованию делала бумажный рубль надежным, даже если человек никогда этой возможностью не пользовался.

Главный экономический смысл реформы заключался в привлечении иностранного капитала. Россия была огромной, бедной и быстро растущей страной, которой не хватало собственных сбережений для строительства железных дорог, заводов и шахт. Иностранные инвесторы охотно вкладывали бы деньги, если бы не боялись потерять их на падении рубля. Золотой стандарт снимал этот страх: вложенные франки и марки можно было в любой момент забрать обратно по известному курсу. Витте прямо говорил, что твердый рубль нужен прежде всего для того, чтобы Россия могла занимать на Западе дешевле и больше.

Расчет Витте полностью оправдался, и после 1897 года иностранные инвестиции потекли в Россию широким потоком. Особенно активно вкладывали деньги французы, связанные с Россией военно-политическим союзом, оформленным в начале 1890-х годов. Французские банки размещали облигации российского правительства и железнодорожных компаний среди мелких вкладчиков, и русские бумаги стали одним из любимых вложений французской буржуазии.

По распространенным оценкам, к 1914 году на долю российских ценных бумаг приходилось около четверти всех иностранных вложений Франции. Бельгийские, германские и британские капиталы шли в металлургию, угольную промышленность Донбасса и бакинскую нефть.

Железнодорожное строительство того времени впечатляло масштабом. Транссибирская магистраль, начатая в 1891 году, во многом строилась на средства, которые казна получала благодаря займам и стабильному рублю. Протяженность железных дорог в стране за двадцать лет выросла в разы, а темпы промышленного роста в 1890-е годы были одними из самых высоких в мире. Можно сказать, что золотой рубль работал как пропуск на мировой рынок капитала. Без него Россия оставалась бы страной с рискованной валютой, а инвесторы требовали бы за такой риск гораздо более высокой доходности.

Однако у реформы были серьезные критики, и их аргументы стоит выслушать. Против выступала значительная часть Государственного совета, высшего законосовещательного органа империи. Публицисты, такие как Сергей Шарапов, утверждали, что золотой стандарт выгоден иностранным капиталистам и банкирам, но разорителен для русского крестьянина и промышленника, которым нужны дешевые и обильные деньги. Понимая, что в Государственном совете реформа может застрять, Витте провел ключевые решения через Комитет финансов и указами императора, в обход обычной процедуры. Критики называли это бюрократическим переворотом.

Суть экономических возражений сводилась к трем пунктам, которые полезно знать и сегодняшнему инвестору. Первое возражение касалось дефляционного давления: привязка к золоту ограничивала количество денег в стране, и в годы спада кредит становился дефицитным и дорогим. Второе указывало на зависимость от внешнего мира: Россия оказалась привязана к притоку иностранного капитала, и если он прекращался, приходилось расплачиваться золотом из резервов. Третье касалось выплат: каждый год страна должна была переводить за границу огромные суммы процентов по займам, и для этого нужно было вывозить зерно в любых условиях.

Зависимость от урожая была ахиллесовой пятой всей конструкции. Зерно оставалось главным предметом русского экспорта, и именно оно приносило иностранную валюту, необходимую для выплат по долгам и поддержания курса. В годы хорошего урожая торговый баланс был положительным, золото текло в страну, и все выглядело прекрасно. В неурожайные годы экспорт сокращался, и чтобы удержать рубль, Государственному банку приходилось тратить резервы или занимать за границей. Получалось, что стабильность валюты огромной империи зависела от погоды в Поволжье и на Украине.

Серьезные испытания для нового рубля пришли довольно быстро. Мировой кризис 1900–1903 годов ударил по русской промышленности, многие компании разорились, а приток иностранных денег сократился. Затем последовали Русско-японская война 1904–1905 годов и революция 1905 года, когда вкладчики массово забирали деньги из сберегательных касс и меняли бумажные рубли на золото. В декабре 1905 года Петербургский совет выпустил так называемый Финансовый манифест, призывавший население требовать выдачи золота и не платить налоги, чтобы подорвать финансы правительства. Золотой запас сокращался, и многие ожидали, что размен будет приостановлен.

Спасением стал крупный французский заем 1906 года, один из самых больших международных займов той эпохи, который Витте сумел организовать в Париже. Деньги этого займа позволили сохранить золотой стандарт и пережить революционный кризис без девальвации. Это был впечатляющий успех, но он показал и уязвимость: русский рубль держался во многом благодаря доверию и поддержке французских кредиторов. После 1906 года экономика снова начала расти, урожаи были хорошими, и к 1914 году золотой запас достиг, по распространенным оценкам, около 1,7 миллиарда рублей, став одним из крупнейших в мире.

Здесь уместно разобрать две ошибки, которые часто совершают люди, рассуждая о золотом рубле сегодня. Первая ошибка состоит в убеждении, что при золотом стандарте рубль был сильным сам по себе, благодаря металлу. На деле металл лишь фиксировал курс, а держался этот курс на золотом запасе, накопленном ценой голода и налогового гнета, на иностранных займах и на доверии инвесторов. Стоило любой из этих опор ослабнуть, и государству приходилось срочно искать новые деньги, как это случилось в 1905 году. Сила валюты всегда производна от силы экономики и государственных финансов, и золото здесь не исключение.

Вторая ошибка касается сбережений наших прадедов. Многие думают, что их прадеды, хранившие золотые червонцы, надежно защитили свое состояние. Действительно, монеты сохранили ценность металла, однако их владельцы столкнулись с другими рисками: в 1920-е и 1930-е годы золото у населения изымали, за его хранение можно было поплатиться свободой, а обменять его на что-то полезное удавалось лишь по невыгодному курсу. О том, как советское государство выкачивало золото у граждан, мы расскажем в главе 6. Урок здесь простой и современный: надежность актива зависит не только от его природы, но и от того, позволит ли государство им свободно распоряжаться.

Подведем экономические итоги реформы, прежде чем перейти к ее концу. Золотой стандарт дал России семнадцать лет устойчивой валюты, доступ к мировому рынку капитала и бурный промышленный рост. Он укрепил престиж империи и сделал ее равноправным участником золотого клуба, который мы описали в предыдущей главе. Однако он же сделал страну зависимой от иностранных кредиторов, урожаев и мирной международной обстановки. В спокойное время эти зависимости выглядели второстепенными, но достаточно было одной большой войны, чтобы они проявились во всей полноте.

Эта большая война началась летом 1914 года. В последние дни июля, когда стало ясно, что столкновения с Германией не избежать, российское правительство приостановило размен кредитных билетов на золото. Формально это объявлялось временной мерой на период военных действий, как и в других воюющих странах. Одновременно Государственный банк получил право выпускать деньги для нужд казны далеко за пределами прежних ограничений. Золотые монеты мгновенно исчезли из обращения: люди, помня закон Грешема, прятали их, а расплачивались бумагой.

Сам по себе отказ от размена в начале войны не был чем-то исключительным, так поступили почти все воюющие державы. Трагедия России заключалась в том, что ее рубль в золото так и не вернулся. Военные расходы, революции 1917 года, Гражданская война и гиперинфляция окончательно уничтожили золотой рубль, а значительная часть золотого запаса империи была израсходована на войну, вывезена за границу в качестве обеспечения займов или рассеялась в ходе Гражданской войны. О том, как советская власть пыталась создать собственную твердую валюту, мы расскажем в главе 6.

Что эта история означает для вас как для инвестора? Прежде всего, она показывает, что даже самая солидная валютная привязка остается политическим обещанием, которое может быть отменено одним решением в чрезвычайных обстоятельствах. Золотой рубль казался вечным, однако его гарантия исчезла буквально за несколько дней, и восстановить ее не удалось. Ирина, которая держит доллары в шкафу, полагаясь на их надежность, по сути, делает ставку на устойчивость другой страны и ее обещаний. Тимур, вкладывающийся в облигации в юанях, делает похожую ставку на Китай и на возможность беспрепятственно получить свои деньги.

Второй урок касается зависимости валюты от структуры экспорта. Рубль конца девятнадцатого века держался на зерне, современный рубль во многом держится на нефти и газе, и в этом смысле за сто с лишним лет изменилось меньше, чем кажется. Если главный экспортный товар страны дешевеет или его вывоз сокращается, давление на валюту неизбежно, какая бы система курсов ни действовала. Понимание этой связи поможет вам трезвее оценивать про-

гнозы курса и не удивляться, когда рубль реагирует на мировые цены сырья. Подробно механику таких связей мы разберем в главе 10.

Третий урок связан с ценой стабильности. Твердая валюта не бывает бесплатной: за нее платят ограничением денег внутри страны, зависимостью от иностранного капитала и готовностью терпеть спады. Витте выиграл для России семнадцать лет устойчивого рубля, но не смог сделать эту устойчивость прочнее войны. В следующей главе мы увидим, как та же самая война сломала золотой стандарт по всему миру и как страны в 1920-е годы пытались его восстановить, совершая ошибки, которые обернулись величайшим экономическим кризисом двадцатого века.

# Глава 4. Первая мировая и межвоенный золотодевизный стандарт

Летом 1914 года мало кто в Европе верил, что война продлится долго. Генералы обещали вернуться домой к Рождеству, а финансисты рассчитывали, что после короткой паузы золотой стандарт заработает снова, как это бывало после прежних кризисов. Война продлилась больше четырех лет, унесла миллионы жизней и разрушила не только империи, но и тот мир денег, который мы описали в предыдущих главах. В этой главе мы увидим, как страны финансировали войну, как изменился баланс финансовых сил и почему попытка восстановить довоенный порядок в 1920-е годы оказалась построенной на песке. Для инвестора это одна из самых поучительных историй, потому что она показывает, как опасно возвращаться в прошлое, не замечая, что мир вокруг изменился.

Первые дни войны вызвали на финансовых рынках настоящий шок. Биржи в Лондоне, Нью-Йорке, Париже и Петербурге закрылись, и некоторые не открывались по несколько месяцев. Иностранные должники не могли перевести платежи в Лондон, потому что рушились привычные каналы, и лондонским акцептным домам грозил массовый крах. Британское правительство продлило банковские каникулы в начале августа, объявило мораторий на платежи по векселям и выпустило казначейские банкноты достоинством в один фунт и десять шиллингов, которые в народе прозвали «брэдбери» по подписи чиновника казначейства. Эти меры позволили избежать паники, однако золото уже перестало быть главным героем.

Формально Британия не отменяла золотой стандарт во время войны, и бумажный фунт оставался разменным. На деле же размен стал почти невозможен: вывоз золота был затруднен военными рисками и страховкой, а позднее и прямыми ограничениями, людей призывали из патриотических соображений сдавать золотые монеты, и соверены постепенно исчезли из оборота. Германия поступила откровенно: Рейхсбанк в первые же дни войны прекратил обмен банкнот на золото. Франция, Россия, Австро-Венгрия и другие воюющие страны сделали то же самое. Привязка к золоту, которая казалась вечной, была отброшена в считанные дни.

Как же государства оплачивали войну, которая обходилась в невиданные суммы? Источников было три: налоги, займы и печатный станок. Налоги повышали везде, но их не хватало, ведь никакая экономика не способна покрыть текущими доходами расходы такой войны. Основную часть средств давали займы, в том числе массовые военные займы, которые продавали населению под лозунгами патриотизма. Остальное покрывалось эмиссией, то есть центральные банки покупали государственные долговые обязательства и выпускали под них новые деньги.

Результатом стал резкий рост цен во всех воюющих странах. К концу войны цены в Британии выросли примерно вдвое, во Франции примерно втрое, в Германии и России еще сильнее. Важно, что рост цен был очень разным в разных странах, а значит, соотношение покупательной способности валют сильно изменилось по сравнению с 1914 годом. Довоенные паритеты, когда фунт стоил 4,87 доллара, а доллар 1,94 рубля, перестали отражать реальность. Вернуть их означало бы потребовать от одних стран резкого снижения цен, а с другими это стало попросту невозможно.

Представьте простую бытовую ситуацию: до войны чашка кофе в Лондоне и в Нью-Йорке стоила одинаково при курсе 4,87 доллара за фунт. После войны в Лондоне цены выросли вдвое, а в Нью-Йорке, скажем, в полтора раза. Если сохранить старый курс, британский кофе окажется для американца на треть дороже американского, и никто не станет его покупать. Чтобы торговля снова стала равной, либо фунт должен подешеветь, либо британские цены должны снизиться. Эта простая арифметика станет главной драмой британской экономики 1920-х годов.

Война изменила и расстановку финансовых сил в мире. До 1914 года Соединенные Штаты были страной-должником: европейцы вкладывали в американские железные дороги и предприятия больше, чем американцы вкладывали за границу. Во время войны союзники закупали в Америке оружие, продовольствие и сырье, расплачиваясь сначала золотом и продажей своих американских ценных бумаг, а затем займами. После вступления США в войну в 1917 году правительство Америки само стало кредитовать союзников, и к концу войны их долги перед США составили около десяти миллиардов долларов. За несколько лет Америка превратилась из должника в крупнейшего кредитора мира.

Вместе с кредитами в Америку перетекало и золото. Золотые запасы США за годы войны значительно выросли, и к началу 1920-х годов страна держала большую часть мирового монетарного золота. Сами американцы в 1917 году ввели запрет на вывоз золота, но уже в 1919 году его отменили и фактически вернулись к полноценному золотому стандарту. Доллар оказался единственной крупной валютой, которая после войны свободно менялась на золото по довоенной цене. Это стало важнейшим фактором, который через двадцать пять лет приведет к созданию системы, построенной вокруг доллара.

Межсоюзнические долги стали источником бесконечных политических конфликтов. Британия задолжала Америке, но сама одолжила еще больше Франции, России и другим союзникам. Россия после революции отказалась платить по долгам царского правительства, и миллиарды британских и французских кредитов пропали. Франция считала, что заплатила за общую победу кровью и разрушениями на своей территории, и рассчитывала расплатиться с Америкой из германских репараций. Американцы же настаивали, что долги есть долги, и президенту Кулиджу приписывают ироничный вопрос о том, разве не брали они денег взаймы.

Теперь обратимся к самой трагической странице послевоенной истории денег, к Германии. О германской гиперинфляции подробно рассказывает отдельная книга нашей серии, поэтому здесь мы посмотрим на нее только с валютной стороны. До войны доллар стоил около 4,2 марки. В 1919–1920 годах марка подешевела в разы, затем последовала короткая передышка, а в 1922 году начался обвал. К ноябрю 1923 года за доллар давали около 4,2 триллиона марок, то есть марка потеряла свою стоимость в триллион раз.

Валютный курс в эти месяцы играл особую роль, которую стоит понять. Цены в магазинах менялись не столько вслед за количеством денег, сколько вслед за курсом доллара, о котором утром сообщали газеты. Торговцы просто пересчитывали цены по свежему курсу, и выросший за ночь доллар означал новые цены уже к обеду. Люди старались избавиться от марок как можно быстрее и покупать доллары, фунты, гульдены или любые товары, способные сохранить ценность. Иностранная валюта стала настоящими деньгами Германии, а марка превратилась в набор бумажек, ценность которых таяла по часам.

Выход из катастрофы нашли в ноябре 1923 года, и он был очень необычным с валютной точки зрения. Была введена новая денежная единица, рентная марка, обеспеченная не золотом, а закладной на германские земли и промышленные активы. Курс установили так, что одна рентная марка равнялась триллиону старых бумажных марок, а доллар стоил 4,2 рентной марки, то есть столько же, сколько до войны. Главным условием успеха стало жесткое ограничение выпуска новых денег и прекращение кредитования правительства. Комиссаром по валюте назначили Ялмара Шахта, которого позднее сделали президентом Рейхсбанка.

Рентная марка была задумана как временная мера, мостик к полноценной золотой валюте. Строительство этого моста завершилось в 1924 году, когда был принят план Дауэса, разработанный комиссией под руководством американского банкира Чарльза Дауэса. План уменьшил ежегодные репарационные платежи, привязал их к возможностям германской экономики и предусмотрел международный заем Германии в размере около восьмисот миллионов золотых марок. В августе 1924 года была введена рейхсмарка, привязанная к золоту по дово-

енному курсу. Германия вернулась в золотой клуб, но ее стабильность теперь целиком зависела от притока американского капитала.

Тем временем ведущие державы задумались о том, как восстановить международную денежную систему в целом. Весной 1922 года в итальянской Генуе собралась большая международная конференция, на которую пригласили и делегацию Советской России. Политически конференция запомнилась прежде всего неожиданным договором между Германией и Советской Россией, подписанным в соседнем Рапалло. Однако финансовая комиссия конференции приняла резолюции, которые на десятилетие определили устройство мировых денег.

Главная проблема, которую обсуждали в Генуе, называлась нехваткой золота. Цены в мире после войны выросли примерно вдвое, а количество золота почти не изменилось. Если вернуться к золотому стандарту по довоенным ценам на золото, денег, обеспеченных металлом, хватило бы только на половину прежнего объема торговли, и цены должны были бы упасть. Чтобы этого избежать, эксперты предложили экономить золото. Центральные банки должны были держать резервы не только в металле, но и в валютах стран, которые обменивают свои деньги на золото, то есть прежде всего в фунтах и долларах.

Так родилась конструкция, получившая название золотодевизного стандарта. Вы уже встречались с похожим устройством, когда мы говорили об Индии во второй главе, однако там речь шла о колонии, а теперь эту схему предлагали распространить на суверенные государства Европы. Принцип был таков: золото хранят крупные финансовые центры, остальные страны держат вклады и векселя в этих центрах и обещают обменивать свою валюту на фунты или доллары по фиксированному курсу. Монеты из обращения убрали: обменять банкноты на золото могли только крупные игроки, и только слитками.

У этой экономной конструкции было скрытое слабое место, которое проявится через несколько лет. Если центральный банк, скажем, Бельгии держит резервы в фунтах, то он в любой момент может обменять эти фунты на золото в Банке Англии. Значит, на каждую унцию британского золота претендуют сразу и британские вкладчики, и иностранные центробанки. Пока все спокойно, это не важно, но стоит доверию к фунту пошатнуться, как иностранные держатели бросятся менять фунты на металл. Система становилась перевернутой пирамидой, на вершине которой лежало слишком мало золота.

Самое важное решение межвоенного периода приняла Британия. Ее политическая и финансовая элита считала возврат фунта к золоту по довоенному паритету делом национальной чести и залогом восстановления Лондона как мирового финансового центра. Главным сторонником этого пути был управляющий Банком Англии Монтегю Норман, руководивший банком с 1920 по 1944 год. Под его влиянием правительство вело политику высоких ставок, чтобы подтянуть фунт к заветному курсу 4,87 доллара. К 1925 году фунт подобрался к этому уровню, и наступил момент для окончательного решения.

Решение пришлось принимать канцлеру казначейства Уинстону Черчиллю, который в экономике разбирался гораздо хуже, чем в военной стратегии и политике. Черчилль сомневался и устроил знаменитый ужин, на котором выслушал сторонников и противников возврата к золоту. Однако давление Банка Англии, Сити и казначейства оказалось сильнее его сомнений. В апреле 1925 года, выступая с бюджетным посланием, Черчилль объявил о возвращении Британии к золотому стандарту по довоенному паритету. Новый закон обязывал Банк Англии продавать золото только крупными слитками примерно по четыреста унций, что стоило более полутора тысяч фунтов, и золотые монеты в обращение не вернулись.

С экономической точки зрения главная проблема этого решения заключалась в том, что британские цены оставались выше американских. Разные экономисты оценивали завышение курса фунта в пределах примерно десяти процентов. Это значит, что британские товары на мировом рынке оказались на десятую часть дороже, чем следовало бы, и для восстановления равновесия британские зарплаты и цены должны были снизиться примерно на ту же величину.

Вспомните пример с чашкой кофе: фунт сохранил гордость, но британский кофе стало трудно продавать.

Самым ярким критиком решения стал Джон Мейнард Кейнс. Летом 1925 года он выпустил памфлет «Экономические последствия мистера Черчилля», название которого перекликалось с его знаменитой книгой о Версальском мире. Кейнс писал, что возврат к старому паритету означает сознательную политику снижения зарплат, которую невозможно провести без конфликтов и безработицы. Он подчеркивал, что снижение зарплат не происходит автоматически и одинаково во всех отраслях: первыми под удар попадают те работники, чьи отрасли больше всего зависят от экспорта.

Прогноз Кейнса подтвердился с пугающей точностью. Самой уязвимой отраслью оказалась угольная промышленность, которая была крупным экспортером и уже страдала от конкуренции. Владельцы шахт потребовали снизить зарплаты горняков и увеличить рабочий день, горняки отказались. В мае 1926 года профсоюзы объявили всеобщую забастовку, которая продлилась девять дней и парализовала транспорт и промышленность страны. Всеобщая забастовка закончилась поражением профсоюзов, но горняки бастовали еще несколько месяцев, и в итоге были вынуждены согласиться на худшие условия.

Британия в итоге получила твердый фунт, но заплатила за него годами стагнации. Безработица в стране на протяжении второй половины 1920-х годов держалась на уровне около десяти процентов, причем в период, когда Америка переживала бурный подъем. Экспортные отрасли, такие как уголь, текстиль и судостроение, хронически страдали. Самое опасное заключалось в том, что Британия, будучи центром системы, постоянно теряла золото и с трудом удерживала паритет. Сам Черчилль впоследствии называл это решение одной из главных ошибок своей жизни.

Для вас как для инвестора эта история содержит важный урок о курсах. Курс валюты, который поддерживается выше реальной покупательной способности ради престижа или политических обещаний, становится источником напряжения в экономике. Рано или поздно такое напряжение разряжается либо девальвацией, либо долгим и болезненным снижением доходов. Когда вы слышите, что какая-то страна удерживает курс своей валюты любой ценой, полезно спросить, кто именно платит эту цену. Обычно ее платят экспортеры, работники и в конечном счете вкладчики, которые не успели защитить свои сбережения.

Совсем другой путь выбрала Франция, и ее опыт стал зеркальным отражением британского. Франция вышла из войны с огромными разрушениями и долгами, а правительства в первой половине 1920-х годов сменяли друг друга, не в силах договориться о налогах. Франк неуклонно слабел, и летом 1926 года, на пике паники, за фунт стерлингов давали около двухсот сорока франков, тогда как до войны паритет составлял примерно двадцать пять франков. Иными словами, франк потерял около девяти десятых своей довоенной ценности по отношению к фунту. Французы скупали иностранную валюту, капитал бежал за границу, и страна была на грани финансового краха.

В июле 1926 года правительство возглавил Раймон Пуанкаре, бывший президент республики, пользовавшийся репутацией честного и строгого политика. Его возвращение само по себе подействовало на рынок успокаивающе: инвесторы поверили, что теперь налоги будут собраны, а бюджет сбалансирован. Пуанкаре действительно повысил налоги, сократил расходы и создал специальный фонд для погашения государственного долга. Франк начал стремительно укрепляться, и капитал, бежавший из страны, стал возвращаться обратно.

Главное решение Пуанкаре касалось курса, и здесь он поступил иначе, чем Британия. Многие французские вкладчики и политики требовали вернуть франку довоенную ценность, ведь именно по старому курсу они покупали государственные облигации. Однако Пуанкаре, под влиянием экспертов Банка Франции, понял, что это означало бы для экономики катастрофическую дефляцию. Франк стабилизировали фактически в конце 1926 года, а юридически

закрепили законом в июне 1928 года по курсу, примерно в пять раз ниже довоенного. Этот франк в историю вошел как франк Пуанкаре.

Новый курс франка был не просто реалистичным, он был заниженным. Французские товары оказались дешевыми для иностранцев, экспорт процветал, туристы приезжали тратить деньги в Париж, а французская экономика в конце 1920-х годов чувствовала себя гораздо лучше британской. Пока Британия боролась с безработицей, Франция переживала подъем. Однако заниженный курс имел обратную сторону, которая вскоре стала проблемой для всего мира, и здесь мы подходим к главному противоречию межвоенной системы.

Британия и Франция были самыми заметными, но далеко не единственными участниками возвращения к золоту. Первой из крупных европейских стран к довоенному паритету вернулась Швеция в 1924 году, за ней последовали Нидерланды и Швейцария. Германия, как вы уже знаете, ввела золотую рейхсмарку в том же 1924 году, Бельгия стабилизировала франк в 1926 году по сниженному курсу, а многие страны Центральной и Восточной Европы восстанавливали свои валюты с помощью займов под контролем Лиги Наций. К 1928 году большая часть мира снова была привязана к золоту прямо или через фунт и доллар. Внешне казалось, что довоенный порядок восстановлен.

Особенно поучительна история Италии, где валютный курс стал предметом политического тщеславия. В 1926 году Муссолини объявил, что лира должна быть укреплена до уровня девяноста лир за фунт стерлингов, тогда как на рынке фунт стоил около ста пятидесяти лир. Этот курс, вошедший в историю как «квота 90», выбирался не из экономических расчетов, а из соображений престижа режима. Для его достижения правительство проводило жесткую денежную политику, и в 1927 году лиру стабилизировали на нужном уровне. Итальянская промышленность, особенно экспортная, оказалась в тяжелом положении, а зарплаты пришлось урезать в приказном порядке.

Итальянский пример хорошо показывает, как политики любят крепкую валюту как символ силы государства. Сильная валюта звучит гордо, а слабая воспринимается как признак поражения. Однако экономике нужен не сильный и не слабый курс, а курс, соответствующий реальной конкурентоспособности ее товаров и труду ее людей. Когда курс устанавливают исходя из лозунгов, расплачиваются за это не лозунги, а предприятия и работники. Эту мысль стоит держать в голове, когда вы слышите политические заявления о том, каким должен быть курс рубля.

Здесь важно понимать еще одну тонкость, которую часто путают даже образованные люди. Девальвация и обесценение валюты внутри страны вовсе не одно и то же. Девальвация означает, что валюта дешевеет по отношению к золоту или к другим валютам, а инфляция означает, что она дешевеет по отношению к товарам внутри страны. Эти процессы связаны, но не совпадают: Франция Пуанкаре закрепила франк на низком уровне, однако после стабилизации внутренние цены оставались относительно спокойными. Девальвация, проведенная один раз и вовремя, может прекратить инфляцию, а не ускорить ее, если за ней следует строгая бюджетная политика.

Для понимания межвоенной системы полезно взглянуть на нее и глазами обычного вкладчика. Француз, купивший в 1914 году государственную облигацию на тысячу франков, после стабилизации Пуанкаре получил обратно тысячу франков, которые стоили в золоте примерно пятую часть прежнего. Британский вкладчик, напротив, получил фунты полного довоенного веса, однако его сын, работавший шахтером, рисковал остаться без работы. В одной стране пострадали держатели сбережений, в другой работники и предприниматели. Межвоенная история денег показывает, что выбор курса всегда определяет, кто понесет потери, и не существует варианта, при котором не теряет никто.

Благодаря заниженному курсу и возвращению капитала Франция стала накапливать огромные резервы. Сначала они поступали в виде иностранной валюты, прежде всего фунтов

стерлингов, но Банк Франции не хотел держать фунты и постепенно менял их на золото в Лондоне. Французские власти не доверяли золотодевизному стандарту, считая хранение резервов в чужой валюте опасной зависимостью. В 1928 году закон о стабилизации даже обязал Банк Франции держать резервы преимущественно в металле. Получалось, что Франция высасывала золото из Британии, ослабляя и без того шаткий фунт.

Напряжение между двумя центральными банками порой доходило до прямого противостояния. Весной 1927 года управляющий Банком Франции Эмиль Моро потребовал обменять на золото значительную часть фунтовых резервов своего банка, и Монтегю Норман воспринял это почти как враждебный шаг. Конфликт удалось сгладить переговорами, и французы растянули конвертацию во времени, однако эпизод наглядно показал, насколько уязвим Лондон перед решениями иностранных держателей фунтов. Резервы, которые одни центробанки хранили у других, превращались в рычаг давления. Спустя сорок лет такой же рычаг применит против доллара другая французская власть, и мы расскажем об этом в главе 8.

Похожим образом вели себя и Соединенные Штаты. Америка имела положительный торговый баланс, получала проценты по военным долгам и привлекала капитал, а значит, золото текло в нее со всех сторон. По распространенным оценкам, к началу 1930-х годов США и Франция вместе держали около шестидесяти процентов мирового монетарного золота. Это само по себе было бы не так страшно, если бы золото работало по правилам игры, описанным во второй главе. Однако и американский, и французский центральные банки этих правил не соблюдали.

Вспомним, что по правилам игры страна, получающая золото, должна была расширять кредит, повышать внутренние цены и тем самым облегчать жизнь странам, теряющим золото. Федеральная резервная система и Банк Франции поступали наоборот. Они стерилизовали приток золота, то есть не позволяли ему увеличивать денежную массу внутри страны, опасаясь инфляции и спекулятивного бума. Золото ложилось в хранилища мертвым грузом, а страны, у которых оно уходило, были вынуждены сокращать кредит и снижать цены. Вся тяжесть приспособления ложилась на должников и слабые страны.

Механизм Юма требовал, чтобы золото двигалось, как вода в сообщающихся сосудах, однако теперь один из сосудов был заткнут пробкой. Представьте две комнаты, соединенные дверью, в одной из которых работает кондиционер, а в другой обогреватель. Если открыть дверь, температура выровняется, но если одна сторона включает обогреватель на полную мощность всякий раз, когда к ней идет холодный воздух, выравнивания не будет никогда. Стерилизация золота в Америке и Франции работала примерно так же, и потому система постоянно находилась в состоянии напряжения.

Межвоенный период запомнился и другой важной переменой, о которой стоит рассказать отдельно. Лондон перестал быть единственным центром мировых финансов, и у него появился соперник в лице Нью-Йорка. Федеральный резервный закон 1913 года разрешил американским национальным банкам акцептовать векселя по внешней торговле, и Федеральная резервная система стала поддерживать рынок таких векселей. Американские банки начали финансировать мировую торговлю в долларах, и доля доллара в расчетах быстро росла. В 1920-е годы рынок долларовых акцептов стал серьезной альтернативой лондонскому.

Ключевой фигурой в этом процессе был Бенджамин Стронг, руководитель Федерального резервного банка Нью-Йорка с момента его создания в 1914 году до смерти в 1928 году. Стронг понимал, что стабильность мировой системы важна и для Америки, и поддерживал тесные отношения с Монтегю Норманом в Лондоне, с Ялмаром Шахтом в Берлине и с руководителями Банка Франции. Центральные банкиры той эпохи встречались, переписывались и пытались координировать политику, хотя и без формальных договоров. Это было неформальное сообщество, которое старалось заменить утраченную автоматику золотого стандарта личным доверием.

Самый известный эпизод этого сотрудничества произошел летом 1927 года, когда руководители центробанков США, Британии, Германии и Франции встретились на Лонг-Айленде. Британия теряла золото, и Норман просил американцев помочь. Стронг согласился снизить процентные ставки в США, чтобы капитал перестал утекать из Лондона в Нью-Йорк. Снижение ставок облегчило положение фунта, однако многие историки и современники связывают с ним последующее раздувание биржевого пузыря на Уолл-стрит. Таким образом, помощь другу обернулась новой проблемой для самой Америки.

После смерти Стронга в октябре 1928 года сотрудничество ослабло. В Федеральной резервной системе не нашлось человека с таким же авторитетом и пониманием международных проблем, а внутренние вопросы, прежде всего биржевой бум, стали волновать американских руководителей гораздо больше, чем судьба фунта. Экономический историк Чарльз Киндлбергер позже сформулировал важную мысль: в межвоенный период у мировой экономики не было лидера. Британия уже не могла, а Америка еще не хотела брать на себя ответственность за стабильность системы.

Теперь, когда мы рассмотрели все части межвоенной конструкции, можно увидеть, почему она была обречена еще до начала Великой депрессии. Первым слабым местом была нехватка золота и его неравномерное распределение: металл скопился в двух странах, которые не давали ему работать. Вторым слабым местом были неверные курсы: фунт был переоценен, франк недооценен, и вместо того чтобы исправить эти перекосы, страны держались за них. Третьей проблемой стала пирамида резервов, при которой иностранные центробанки могли в любой момент потребовать у Лондона золото за свои фунты.

Четвертое слабое место было связано с долгами и репарациями, которые образовали замкнутый круг. Американские инвесторы давали займы Германии, Германия платила из этих денег репарации Франции и Британии, а те, в свою очередь, расплачивались по военным долгам с Америкой. Деньги ходили по кругу, и круг держался только до тех пор, пока американские инвесторы продолжали давать новые займы. Стоило им остановиться, а это произошло уже в 1928 году, когда биржевой бум в Нью-Йорке стал отвлекать капитал, и вся цепочка начала рваться.

Пятое слабое место, пожалуй, самое глубокое, касалось политики. До войны рабочие во многих странах не имели права голоса или имели его ограниченно, и правительства могли спокойно проводить жесткую политику, требовавшую снижения зарплат. После войны всеобщее избирательное право, сильные профсоюзы и социалистические партии сделали такую политику крайне болезненной. Механизм, который требовал снижения зарплат ради защиты курса, столкнулся с обществом, которое больше не соглашалось на это молча. Доверие рынков к тому, что правительства будут защищать паритет любой ценой, стало гораздо слабее.

Стоит разобрать и типичную ошибку, которую совершали инвесторы того времени и которую совершают многие сегодня. Межвоенная система внешне выглядела как возвращение к надежному довоенному порядку: валюты снова были привязаны к золоту, центральные банкиры встречались и договаривались, торговля и инвестиции росли. Многие вкладчики, особенно в Америке, рассматривали облигации европейских стран и компаний как почти безрисковые, ведь они были выпущены в долларах или в валютах, привязанных к золоту. На деле за фасадом стабильности скрывались огромные перекосы, и когда фасад рухнул, держатели этих облигаций потеряли значительную часть вложений.

Урок здесь касается не только истории. Видимость стабильного курса, особенно если она поддерживается не силой экономики, а усилиями властей и притоком иностранных денег, может держаться годами и внезапно исчезнуть за несколько недель. Когда Ирина видит, что курс какой-то валюты не меняется уже долго, это еще не означает, что валюта надежна. Важно понимать, на чем держится стабильность: на реальном балансе торговли и сбережений или на

временных подпорках. Межвоенный золотодевизный стандарт держался на подпорках, и все они рухнули почти одновременно.

Тимуру, который выбирает облигации в юанях, этот опыт подсказывает полезную привычку. Прежде чем вкладываться в бумаги, номинированные в какой-либо валюте, стоит задать себе три вопроса: откуда берется спрос на эту валюту, насколько он зависит от притока иностранных денег и что будет, если этот приток прекратится. Ответы не дадут точного прогноза курса, но покажут, насколько прочен фундамент, на котором стоит ваше вложение. Инвесторы 1920-х годов таких вопросов себе почти не задавали, и многие из них дорого за это заплатили.

Подведем итоги этой непростой главы. Первая мировая война уничтожила классический золотой стандарт и изменила баланс сил: Америка стала главным кредитором и держателем золота, Британия ослабла, Германия пережила гиперинфляцию. В 1920-е годы страны попытались восстановить систему, но сделали это в экономной форме золотодевизного стандарта и с неверными курсами. Британия переоценила фунт и заплатила стагнацией, Франция недооценила франк и начала копить золото, а Америка и Франция стерилизовали приток металла, нарушая правила игры. Не было ни лидера, ни согласия, и система держалась на круговороте долгов.

В следующей главе мы увидим, как все эти слабости проявились одновременно, когда в 1929 году началась Великая депрессия. Вы узнаете, почему золотой стандарт не смягчил, а наоборот, распространил кризис по миру, как Британия была вынуждена отказаться от золота в 1931 году и почему американцам пришлось сдать свое золото государству. Мы увидим также, как распад системы породил валютные войны и торговые барьеры, и почему страны, первыми порвавшие с золотом, первыми же вышли из кризиса. Это один из самых важных уроков всей истории валютных систем.

# Глава 5. Депрессия и валютные войны 1930-х

Великую депрессию обычно связывают с биржевым крахом на Уолл-стрит в октябре 1929 года, с очередями безработных и разорившимися фермерами. Все это правда, однако есть сторона этой истории, о которой говорят гораздо реже, хотя для понимания валютных систем она самая важная. Депрессия была не только американским, но и мировым бедствием, и распространялась она из страны в страну по каналам, которые проложил золотой стандарт. Экономист Барри Эйхенгрин назвал свою книгу о той эпохе «Золотые оковы», и этот образ точно передает суть: страны были скованы обязательствами перед золотом и не могли защититься от кризиса. В этой главе мы проследим, как эти оковы стали одна за другой рваться.

Начнем с того, как золотой стандарт превратил местный спад в глобальную катастрофу. Еще в 1928 году Федеральная резервная система начала повышать процентные ставки, стремясь охладить биржевой бум. Высокие ставки в Америке притягивали капитал со всего мира, и американские инвесторы перестали давать займы Германии, Латинской Америке и Восточной Европе. Страны, которые жили на притоке американских денег, начали терять золото. По правилам золотого стандарта им оставалось лишь одно: поднять собственные ставки, сократить кредит и согласиться на снижение цен.

После биржевого краха 1929 года американская экономика стала стремительно сжиматься, и вместе с ней сжимался американский импорт. Страны, продававшие в Америку сырье и продовольствие, получали все меньше долларов. Цены на пшеницу, кофе, медь и каучук рухнули, и экспортеры сырья, от Аргентины до Австралии, стали терять золото еще быстрее. Каждая страна, пытаясь защитить свой золотой паритет, сокращала кредит и спрос внутри, а значит, покупала меньше у соседей. Соседи, в свою очередь, теряли золото и делали то же самое, и спираль сжатия раскручивалась по всему миру.

Механизм, который при классическом золотом стандарте выравнивал торговлю, теперь работал как передатчик кризиса. Вспомните, что золотой стандарт требовал от стран, теряющих золото, снижать цены, а от стран, получающих золото, повышать их. Однако в 1930 году золото получали Америка и Франция, которые, как мы видели в прошлой главе, не позволяли ему увеличивать денежную массу. Все бремя ложилось на страны, теряющие золото, и все они одновременно снижали цены. Мировые цены упали примерно на треть, а вместе с ними упали доходы, прибыли и способность должников платить по долгам.

Американский экономист Ирвинг Фишер в 1933 году описал этот процесс как долговую дефляцию. Когда цены падают, реальная тяжесть долгов растет, ведь долги записаны в деньгах, а доходы снижаются. Должники продают имущество, чтобы расплатиться, это еще сильнее давит на цены, и долги становятся еще тяжелее. Вспомните фермера из первой главы, которому после наполеоновских войн для возврата долга пришлось продавать вдвое больше зерна. В начале 1930-х годов в таком положении оказались миллионы фермеров, компаний и целых государств, а золотой стандарт не позволял правительствам остановить падение цен.

Первый мощный удар по системе пришелся на Центральную Европу. В мае 1931 года в Вене объявил о больших убытках Кредитанштальт, крупнейший банк Австрии, связанный с семьей Ротшильдов. Банк держал значительную часть банковских активов страны, и его проблемы вызвали панику среди вкладчиков. Австрийское правительство попыталось спасти банк, однако средств не хватало, а иностранные кредиторы стали забирать деньги не только из этого банка, но и из страны в целом. Шиллинг оказался под давлением, и паника быстро перекинулась на соседние страны.

Следующей жертвой стала Германия, где банковская система и без того была ослаблена долгами и политической нестабильностью. Иностранцы и сами немцы стали выводить капитал и обменивать марки на золото и валюту. В июле 1931 года рухнул один из крупнейших герман-

ских банков, Данатбанк, и правительство объявило банковские каникулы. Чтобы остановить утечку золота, Германия ввела валютный контроль: вывоз капитала был ограничен, а покупка иностранной валюты стала возможна только с разрешения властей. Формально марка оставалась привязанной к золоту, но обменять ее свободно было уже нельзя.

В июне 1931 года президент США Герберт Гувер предложил годичный мораторий на выплаты по репарациям и межсоюзническим долгам, надеясь дать Германии передышку. Мораторий был объявлен, однако переговоры о нем затянулись, Франция долго сопротивлялась, и драгоценное время было потеряно. Круг долгов и репараций, описанный в предыдущей главе, окончательно разорвался. Иностранные кредиторы, чьи деньги оказались заморожены в Германии и Австрии, стали срочно искать ликвидность в других местах, и прежде всего в Лондоне.

Здесь мы видим, как работает цепная реакция в мире связанных валют. Когда кредиторы теряют деньги в одной стране, они стараются вернуть средства из других стран, чтобы покрыть убытки и обезопасить себя. Лондон был главным финансовым центром, где хранили деньги иностранцы, и именно туда ударила следующая волна. При этом британские банки сами вложили немало средств в германские векселя, которые теперь оказались замороженными. Это было похоже на ситуацию, когда в многоквартирном доме прорывает трубу на верхнем этаже, и вода протекает этаж за этажом до самого подвала.

Летом 1931 года Британия оказалась в самом уязвимом положении. Фунт, как мы помним, был переоценен с 1925 года, экспорт страдал, безработица росла, а бюджет из-за пособий по безработице оказался в дефиците. В июле правительственный комитет, известный как комитет Мэя, опубликовал доклад, предрекавший огромный бюджетный дефицит и предлагавший сократить пособия. Вместо того чтобы успокоить рынок, доклад его напугал: иностранцы увидели, что британские финансы в беде, и стали массово выводить средства из Лондона. Банк Англии за несколько недель потерял значительную часть резервов, несмотря на кредиты, полученные от американских и французских банков.

Политический кризис в стране только усилил финансовый. Лейбористское правительство раскололось по вопросу о сокращении пособий, и в августе было сформировано национальное правительство во главе с тем же премьер-министром Рамсеем Макдональдом. Новое правительство приняло программу экономии, однако в середине сентября произошел инцидент, который окончательно подорвал доверие. Моряки британского флота на базе в шотландском Инвергордоне отказались выходить на учения в знак протеста против урезания жалованья. Новость о «мятеже» в королевском флоте облетела мир и вызвала новую волну бегства из фунта.

В понедельник 21 сентября 1931 года Британия приостановила обмен фунта на золото. Страна, которая более двухсот лет была символом золотой стабильности, первой из великих держав вышла из золотого стандарта. Фунт мгновенно подешевел: с 4,86 доллара он к концу года опустился примерно до 3,40 доллара, то есть потерял около трети своей стоимости. Многие ожидали катастрофы, инфляции и паники, однако ничего подобного не произошло. Британские цены оставались стабильными, а освобожденная от обязательств экономика начала медленно оживать.

Один из членов лейбористского правительства, отказавшегося от золота, позже горько заметил, что никто не говорил им, что так можно поступить. Эта фраза хорошо передает настроение эпохи: для политиков и банкиров золотой стандарт был не просто системой, а моральной нормой, и отказ от него казался немыслимым. Когда же это произошло, выяснилось, что жизнь продолжается, а свобода маневра приносит больше пользы, чем вреда. Банк Англии смог снизить процентные ставки, и с середины 1932 года учетная ставка составляла всего два процента, что дало стране эпоху дешевых денег.

За Британией последовали десятки стран, которые торговали с ней, держали резервы в фунтах или просто не могли сохранить паритет. Скандинавские страны, Португалия, многие страны Британского содружества и ряд других государств привязали свои валюты к фунту. Так сложился стерлинговый блок, группа стран, которые поддерживали стабильные курсы относительно фунта, но не относительно золота. Возник своеобразный островок стабильности в мире распадающихся связей, и для его стран торговля между собой продолжалась без валютных потрясений.

Для управления курсом фунта британское правительство в 1932 году создало специальный фонд, известный как Счет валютного выравнивания. Этот фонд покупал и продавал золото и иностранную валюту, сглаживая резкие колебания курса. Фактически Британия впервые перешла к тому, что сегодня назвали бы управляемым плаванием: курс определялся рынком, но государство вмешивалось, когда считало это нужным. О том, как устроены такие режимы, мы подробно поговорим в главе 10, а здесь важно отметить, что британский опыт стал одним из первых примеров валютных интервенций нового типа.

Особенно показателен опыт Швеции, которая тоже вышла из золотого стандарта в сентябре 1931 года. Шведский центральный банк объявил, что его целью отныне будет поддержание внутренней покупательной способности кроны, то есть стабильности цен внутри страны. Это была одна из первых в истории попыток прямо ориентировать денежную политику на уровень цен, а не на курс или золото. Политика оказалась успешной: Швеция избежала глубокой дефляции и довольно быстро восстановилась. Многие экономисты видят в ней далекого предшественника современного таргетирования инфляции.

Тем временем в Соединенных Штатах кризис продолжал углубляться. С 1930 по 1933 год волны банковских паник уничтожили тысячи банков, а вместе с ними и сбережения миллионов людей. Федеральная резервная система, опасаясь утечки золота после выхода Британии из золотого стандарта, осенью 1931 года резко повысила процентные ставки. Это решение, призванное защитить доллар, усилило банковский кризис и ускорило падение экономики. К началу 1933 года промышленное производство в Америке сократилось примерно наполовину по сравнению с 1929 годом, а безработица достигла почти четверти рабочей силы.

В марте 1933 года в должность президента вступил Франклин Делано Рузвельт. К этому моменту банковская система страны была парализована: во многих штатах банки закрылись, а вкладчики выстраивались в очереди за наличными и золотом. Уже через два дня после инаугурации Рузвельт объявил общенациональные банковские каникулы, закрыв все банки страны. Во время каникул банки проверяли, и открывались только те, которые признавались платежеспособными. Одновременно президент запретил вывоз золота и обмен денег на золото, и это стало первым шагом к разрыву с золотым стандартом.

Пятого апреля 1933 года Рузвельт подписал указ под номером 6102, ставший одним из самых известных документов в истории американских денег. Указ обязывал граждан и компании до 1 мая сдать государству золотые монеты, золотые слитки и золотые сертификаты по официальной цене 20,67 доллара за унцию. Исключение делалось для ювелирных изделий, коллекционных монет, золота для промышленного и зубоврачебного использования и для небольших сумм, не превышавших ста долларов на человека. За нарушение указа грозил штраф до десяти тысяч долларов или тюремное заключение на срок до десяти лет.

Важно понять, зачем государству понадобилось золото граждан. В условиях паники люди хранили золото дома, в банковских ячейках и под матрасами, и это золото было выключено из денежной системы. Если бы правительство собиралось повысить цену золота в долларах, то есть девальвировать доллар, без указа вся прибыль от этого досталась бы частным владельцам металла. Указ 6102 позволял государству сначала собрать золото по старой цене, а затем переоценить его. Многие американцы восприняли указ как конфискацию, и спор о его справедливости не утихает до сих пор.

Для читателя, который держит часть сбережений в золотых монетах или слитках, эта история имеет вполне практический смысл. Она показывает, что даже в стране с сильной защитой частной собственности государство в чрезвычайных обстоятельствах может ограничить право владеть определенным активом. Американцы не могли свободно владеть золотом в слитках и монетах с 1933 по конец 1974 года, то есть более сорока лет. Ирине, которая хранит доллары в шкафу, и тем, кто покупает инвестиционные монеты, полезно помнить, что юридический риск владения активом существует и для самых надежных на первый взгляд вещей.

Следующим шагом стала отмена так называемых золотых оговорок. Многие долговые контракты в Америке, включая государственные облигации, содержали условие о том, что должник выплатит долг золотом или долларами в золотом эквиваленте прежнего веса. Если бы доллар был девальвирован, эти оговорки увеличили бы долги в долларах на величину девальвации. В июне 1933 года Конгресс принял совместную резолюцию, которая объявила такие оговорки недействительными. В 1935 году Верховный суд с перевесом в один голос признал это решение законным для частных контрактов, хотя и указал на сомнительность его применения к государственным облигациям.

Летом 1933 года в Лондоне собралась Всемирная экономическая конференция, на которую возлагали большие надежды. Представители шести десятков стран должны были договориться о стабилизации валют и снижении торговых барьеров. Однако в начале июля Рузвельт направил конференции послание, в котором отверг идею немедленной стабилизации доллара и раскритиковал «старые фетиши так называемых международных банкиров». Послание, которое журналисты назвали «бомбой», фактически сорвало конференцию. Американский президент ясно дал понять, что подъем внутренней экономики для него важнее международных договоренностей о курсах.

Осенью 1933 года Рузвельт начал необычный эксперимент по управлению ценой золота. Правительство стало покупать золото по цене, которую каждое утро определяли на совещании в спальне президента за завтраком. Цену понемногу повышали, рассчитывая, что подорожание золота в долларах поднимет и цены на сельскохозяйственные товары. Министр финансов Генри Моргентау записал в дневнике, как однажды Рузвельт предложил повысить цену на двадцать один цент, потому что это счастливое число, произведение трех на семь. Эпизод выглядит анекдотично, однако за ним стояла серьезная цель: сознательно ослабить доллар.

Окончательно новая система была оформлена законом о золотом резерве, подписанным 30 января 1934 года. Все монетарное золото страны, включая золото Федеральной резервной системы, перешло в собственность казначейства. На следующий день президент установил новую цену золота: тридцать пять долларов за унцию вместо прежних 20,67 доллара. Золотое содержание доллара сократилось примерно на сорок один процент, а цена золота в долларах выросла почти на семьдесят процентов. Эта цифра, тридцать пять долларов за унцию, продержится почти сорок лет и станет одной из опор послевоенной валютной системы.

Проверим арифметику, потому что эти два процента, сорок один и семьдесят, нередко путают. Если раньше унция стоила 20,67 доллара, а теперь 35 долларов, то цена золота выросла в 35 разделить на 20,67, то есть примерно в 1,69 раза, или на шестьдесят девять процентов. Если же смотреть с другой стороны, то в одном долларе теперь содержится 20,67 разделить на 35, то есть около 0,59 прежнего количества золота, а значит, доллар потерял примерно сорок один процент своего золотого содержания. Оба числа описывают одно и то же событие, но с разных сторон, и всегда полезно понимать, о каком из них идет речь.

Девальвация принесла казначейству огромную бухгалтерскую прибыль: золото, собранное у граждан и банков по старой цене, теперь стоило на две трети дороже. Из этой прибыли два миллиарда долларов были направлены на создание Стабилизационного валютного фонда, который мог покупать и продавать золото и валюту для управления курсом доллара. Этот фонд существует и сегодня и используется министерством финансов США для валютных операций.

Так девальвация не только ослабила доллар, но и создала инструмент для будущих интервенций.

Новая система сильно отличалась от классического золотого стандарта. Доллар оставался привязанным к золоту, и иностранные центральные банки могли обменивать доллары на золото по цене тридцать пять долларов за унцию. Однако внутри страны золото исчезло из обращения, а граждане не имели права им владеть. Получился стандарт для внешнего мира, но не для собственных граждан. Именно эта модель ляжет в основу Бреттон-Вудской системы, о которой мы будем говорить в главе 7.

После девальвации доллара золото потекло в Америку рекой. Высокая цена тридцать пять долларов за унцию сделала продажу металла в США очень выгодной, а политическая напряженность в Европе заставляла капиталы искать убежище за океаном. Во второй половине 1930-х годов золотые запасы США выросли в несколько раз, и к концу десятилетия Америка держала большую часть монетарного золота мира. Американская экономика оживала, цены перестали падать, и банковский кризис закончился.

Не все страны последовали за Британией и Америкой. Франция, Бельгия, Нидерланды, Швейцария, Италия и Польша в 1933 году договорились совместно сохранять золотой паритет и образовали так называемый золотой блок. Страны блока считали, что отказ от золота ведет к хаосу и инфляции, и были полны решимости доказать преимущества своего пути. Особенно упорной была Франция, где воспоминания об обесценении франка в первой половине 1920-х годов были еще свежи. Французские власти были убеждены, что твердый франк защитит сбережения граждан.

Цена этой верности оказалась высокой. После девальвации фунта и доллара валюты золотого блока стали сильно переоцененными, и их товары проигрывали на мировом рынке. Чтобы сохранить паритет, страны блока проводили политику жесткой экономии, сокращали бюджетные расходы и зарплаты, мирились с падением цен. Пока Британия и Америка медленно выходили из кризиса, страны золотого блока продолжали погружаться в депрессию. Во Франции производство и занятость оставались низкими, а политическое напряжение росло.

Первой не выдержала Бельгия, которая в марте 1935 года девальвировала франк примерно на двадцать восемь процентов и быстро ощутила облегчение. Затем пришел черед и самой Франции. В 1936 году к власти пришло правительство Народного фронта во главе с Леоном Блюмом, которое обещало рабочим повышение зарплат и сокращение рабочей недели. Совместить эти обещания с защитой паритета было невозможно, капитал бежал из страны, и осенью 1936 года Франция девальвировала франк. Вслед за ней от старых паритетов отказались Швейцария и Нидерланды, и золотой блок прекратил существование.

Пока одни страны выбирали девальвацию, Германия пошла совсем другим путем. Ялмар Шахт, вернувшийся на пост президента Рейхсбанка в 1933 году и ставший затем министром экономики, отказался от девальвации марки. Формально рейхсмарка сохраняла свое золотое содержание, однако обменять ее свободно было невозможно. Вместо рыночного курса Германия построила сложнейшую систему валютного контроля, при которой государство решало, кто и для чего может получить иностранную валюту. Каждый импортер должен был получить разрешение, а валютная выручка экспортеров поступала под контроль государства.

Центральным элементом этой системы стали клиринговые соглашения. Германия заключала двусторонние договоры с отдельными странами, прежде всего в Юго-Восточной Европе и Латинской Америке, по которым торговля шла без использования валюты. Например, германский импортер платил за румынскую пшеницу марками на специальный счет, а румынский импортер покупал на эти марки германские машины. Валюта не пересекала границ, а взаимные требования просто засчитывались. Для Германии, у которой почти не осталось золота и валюты, это был способ продолжать торговлю.

Система Шахта знала множество хитроумных приспособлений. Одним из них стали так называемые аски-марки, название которых происходило от немецкой аббревиатуры, означавшей особые счета иностранцев для платежей внутри страны. Иностранный экспортер, продавший товар в Германию, получал оплату на такой счет и мог использовать эти марки только для покупки определенных германских товаров. Фактически для разных стран, товаров и операций существовали разные курсы марки, и сама марка распалась на множество разновидностей с разной ценностью. Экономисты насчитывали десятки видов марок, каждая со своими правилами использования.

Германская система позволяла режиму направлять ограниченную валюту на импорт сырья для перевооружения и диктовать условия слабым торговым партнерам. Страны Юго-Восточной Европы, продававшие Германии зерно и сырье, накапливали на клиринговых счетах огромные суммы в марках, которые могли потратить только на германские товары по германским ценам. Это создавало экономическую зависимость, которую нацистский режим использовал в политических целях. Здесь валютная система стала прямым инструментом внешней политики, и это важный урок: контроль над расчетами дает власть над партнерами.

Для понимания современного мира эта история особенно интересна. Когда после 2022 года российская внешняя торговля столкнулась с ограничениями на расчеты в долларах и евро, многие сделки стали проводиться через зачетные схемы, расчеты в национальных валютах и сложные платежные цепочки. Конечно, нынешняя ситуация принципиально отличается от германской системы 1930-х годов, но некоторые механизмы удивительно похожи. Двусторонние расчеты, накопление валюты партнера, которую трудно потратить, и разные курсы для разных операций вновь стали реальностью. О современной российской ситуации мы подробно поговорим в главе 15.

Тридцатые годы запомнились и другим явлением, которое потом надолго определило отношение мира к валютным курсам. Почти каждая страна старалась защитить свою экономику за счет соседей, и это проявлялось как в торговле, так и в валютной политике. В июне 1930 года, еще до краха золотого стандарта, президент Гувер подписал закон Смута — Хоули, который резко повысил американские таможенные пошлины на тысячи товаров. Другие страны ответили собственными пошлинами, квотами и запретами, и мировая торговля стала стремительно сокращаться. По распространенным оценкам, стоимость мировой торговли с 1929 по 1933 год упала примерно на две трети.

Параллельно с торговой войной шла гонка девальваций. Каждая страна, отказавшаяся от золота, получала временное преимущество: ее товары становились дешевле для иностранцев, а импорт дороже. Япония, вышедшая из золотого стандарта в декабре 1931 года, позволила иене сильно подешеветь, и японский экспорт хлопчатобумажных тканей хлынул на мировые рынки, вытесняя британских конкурентов. Однако как только соседи девальвировали свои валюты в ответ, преимущество исчезало, а неопределенность оставалась. Британский экономист Джоан Робинсон в 1937 году описала такую политику выражением «разори соседа», которое с тех пор стало общепринятым.

Валютная война похожа на ситуацию на стадионе, когда один зритель встает, чтобы лучше видеть поле. Сначала ему действительно становится видно лучше, однако сидящие за ним тоже встают, и вскоре весь стадион стоит, а видно всем не лучше, чем раньше, зато неудобно всем. Конкурентные девальвации работают примерно так же: если одна страна ослабляет валюту, она выигрывает, но когда ослабляют все, никто ничего не выигрывает, а торговля страдает от неопределенности. Эта аналогия поможет вам понять, почему мир после войны так стремился к фиксированным курсам и запрету односторонних девальваций.

К середине 1930-х годов стало ясно, что так продолжаться не может. Когда Франция готовилась к девальвации в 1936 году, она опасалась, что Британия и Америка ответят новыми девальвациями, и ее усилия окажутся напрасными. Поэтому перед девальвацией французские

власти провели переговоры, и в сентябре 1936 года США, Британия и Франция заключили Трехстороннее соглашение. Страны обязались воздерживаться от конкурентных девальваций, сотрудничать в поддержании стабильности курсов и консультироваться друг с другом. Вскоре к соглашению присоединились Бельгия, Нидерланды и Швейцария.

Соглашение было скромным и не содержало жестких обязательств. Однако в его рамках министерства финансов договорились о практическом механизме: они ежедневно обменивались информацией о курсах и могли продавать друг другу золото для погашения накопленных валютных позиций. Этот механизм иногда называют двадцатичетырехчасовым золотым стандартом, потому что обязательства действовали только на ближайшие сутки и могли быть пересмотрены в любой день. Важнее самого механизма была идея: впервые крупные державы признали, что валютные курсы являются предметом международной ответственности, а не только внутренним делом каждой страны.

Трехстороннее соглашение не смогло предотвратить распад мировой экономики на блоки. К концу 1930-х годов мир разделился на стерлинговый блок, долларовую зону, германскую клиринговую систему и японскую иеновую сферу. Торговля внутри блоков шла относительно свободно, а между блоками была затруднена пошлинами и валютными ограничениями. Экономическая раздробленность усиливала политическую напряженность, и многие историки считают, что она стала одной из предпосылок Второй мировой войны. Именно этот опыт заставит победителей в войне искать новую, общую для всех систему.

Теперь вернемся к главному выводу, который историки экономики сделали из опыта тридцатых годов. В 1985 году Барри Эйхенгрин и Джеффри Сакс опубликовали исследование, в котором сравнили судьбу стран, раньше или позже отказавшихся от золотого стандарта. Результат оказался поразительно четким: чем раньше страна порывала с золотом, тем быстрее она выходила из депрессии. Британия и скандинавские страны, ушедшие в 1931 году, начали восстанавливаться уже в 1932–1933 годах. Америка оживилась после 1933 года, а Франция и другие страны золотого блока застряли в стагнации до 1936 года и позже.

Причина этой закономерности понятна, если вспомнить все, о чем мы говорили. Отказ от золота освобождал страну от необходимости защищать паритет высокими ставками и снижением цен. Центральный банк мог снизить ставки, расширить кредит и остановить дефляцию, а девальвация делала экспорт конкурентоспособным. Страны, сохранявшие верность золоту, были вынуждены продолжать сжатие, даже когда экономика уже лежала на дне. Золотые оковы, о которых писал Эйхенгрин, держали экономику в депрессии, пока страна не решалась их сбросить.

Важно понимать и ограничения этого вывода, чтобы не делать из него неверных практических заключений. Отказ от золота не был волшебной палочкой: он помогал только тогда, когда сопровождался разумной денежной политикой и восстановлением доверия к банкам. Кроме того, выгода от девальвации отчасти была получена за счет соседей, и если бы все страны девальвировали одновременно, преимущество от девальвации исчезло бы. Однако главное преимущество, свобода снижать ставки и останавливать падение цен, было реальным для всех. Распространенная ошибка состоит в том, чтобы считать любую девальвацию благом, тогда как благом была свобода маневра, а не слабая валюта сама по себе.

Что этот опыт означает для современного инвестора? Прежде всего, он показывает, что жесткая привязка валюты, которая кажется гарантией стабильности, в условиях глубокого кризиса может стать ловушкой. Страна, которая упорно держит курс, рискует проиграть больше, чем страна, позволившая валюте приспособиться. Когда вы видите, что какое-то государство тратит резервы и поднимает ставки, отчаянно защищая курс, полезно помнить опыт золотого блока. Рано или поздно такая защита обычно заканчивается девальвацией, и те, кто держит сбережения в этой валюте, теряют больше, чем потеряли бы при раннем отказе от привязки.

Есть и второй практический урок, касающийся поведения самих инвесторов в такие периоды. В 1931 году многие держатели фунтов и марок до последнего верили официальным заявлениям о том, что паритет будет сохранен, и не защищали свои сбережения. Британские власти буквально за несколько дней до отказа от золота уверяли, что фунт в безопасности, и это не было ложью в момент произнесения, просто обстоятельства оказались сильнее намерений. Официальные обещания о курсе отражают желание властей, а не гарантию результата. Разумный инвестор не паникует от каждого слуха, но и не ставит все сбережения на то, что обещание обязательно будет выполнено.

# Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «Литрес».

Прочитайте эту книгу целиком, купив полную легальную версию на Литрес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.