

Мошенский С. З.

Между Лондоном и Парижем

**Рынок ценных бумаг
индустриальной эпохи**



MINDSTIR MEDIA

2015

Between London and Paris

Copyright © 2015 by Sergii Moshenskyi. All rights reserved.

No part of this book may be used or reproduced in any manner whatsoever without written permission, except in the case of brief quotations embodied in critical articles and reviews. For more information, e-mail all inquiries to info@mindstirmedia.com.

Published by Mindstir Media

PO Box 1681 | Hampton, New Hampshire 03843 | USA

1.800.767.0531 | www.mindstirmedia.com

Printed in the United States of America

ISBN-13: 978-0-9964615-3-5

Library of Congress Control Number: 2015913208

Содержание

Часть 1. Ранняя индустриализация и возвышение Англии

Упадок Амстердама	11
Индустриальная эпоха и Британская империя	17
Инновации и циклы экономического развития	22
Ранняя индустриализация и её общие закономерности	27
Источники финансирования ранней индустриализации	30
Культура предпринимательства и дух эпохи	35
<i>Сотрудничество творцов технологических инноваций и предпринимателей</i>	38
<i>«Джентльменский капитализм»</i>	39
<i>Индивидуальные инвесторы и рантье</i>	44
Промышленная революция и экономический рост	55
Торможение экономического роста к концу XIX века	58
Сфера финансовых услуг в Англии эпохи промышленной революции	60
Финансовые центры – мировые столицы капитала	63

Часть 2. Накопление капитала (1800–1848)

Британский рынок ценных бумаг в доиндустриальную эпоху	
<i>Начало британской глобальной экспансии</i>	67
<i>Международная торговля и колониальные компании</i>	69
<i>Славная революция 1688 г.</i>	70
<i>Основание Банка Англии и возникновение рынка государственных облигаций</i>	74
<i>Первые акционерные компании в Англии</i>	76
<i>История South Sea Company</i>	82
<i>Спекулятивный бум 1790-х годов вокруг акций каналов</i>	97
<i>Лондонская биржа</i>	98
Франция: финансовая политика и ценные бумаги	
<i>Финансовая политика во Франции</i>	106
<i>Джон Ло и его «система»</i>	109
<i>Основание Парижской биржи</i>	128
<i>Французская революция и финансовая политика Наполеона</i>	130
<i>Две модели финансовых рынков</i>	139
<i>Особенности акционерного законодательства в Англии и Франции</i>	143
<i>Роль французских государственных облигаций в развитии международного рынка ценных бумаг</i>	145

Возрастание мобильности финансового капитала и частные банкирские дома	
<i>Миграция капитала из Амстердама в Лондон</i>	147
<i>Натан Ротшильд</i>	149
<i>Финансовая аристократия</i>	153
<i>Превращение лондонского Сити в финансовый центр мира</i>	155
Британский рынок ценных бумаг и кризис 1825 г.	
<i>Рынок ценных бумаг в 1820-е годы</i>	157
<i>Возникновение интереса к иностранным ценным бумагам</i>	161
<i>Появление латиноамериканских ценных бумаг</i>	163
<i>Латиноамериканские акции</i>	167
<i>Акционерное учредительство 1820-х годов в Великобритании</i>	170
<i>Афера генерала Макгрегора</i>	172
<i>Разгар бума вокруг латиноамериканских бумаг</i>	174
<i>Бенджамин Дизраэли во время бума 1820-х годов</i>	179
<i>Начало спада</i>	180
<i>Кризис 1825 г. в других странах</i>	186
<i>Депрессия 1826–1928 гг. и спад 1829–1830 гг.</i>	189
Подъём 1834–1836 гг. и кризис 1837 г. в Великобритании	
<i>Подъём 1834–1836 гг.</i>	190
<i>Начало кризиса</i>	193
<i>Причины кризиса</i>	194
<i>Кризис 1837 г. во Франции и в других странах</i>	196
<i>Особенности кризиса 1837 г.</i>	197
Формирование рынка ценных бумаг в США	
<i>Страна новых возможностей</i>	199
<i>Александр Гамильтон и первые американские ценные бумаги</i>	199
<i>Накопление капиталов. Первые банки и биржи</i>	201
<i>Финансовый кризис 1819 года</i>	203
<i>Подъём 1830-х годов в США</i>	205
<i>Кризис 1837 г.</i>	207
<i>Американский рынок ценных бумаг в 1840-е годы</i>	210
Рынок ценных бумаг в немецких государствах	
<i>Конфедерация немецких государств</i>	213
<i>Франкфуртская и Берлинская биржи</i>	214
<i>Кризисы 1825 и 1936–1837 гг. в Германии</i>	215
Формирование рынка ценных бумаг в Австрийской империи	
<i>Габсбургская монархия в центре Европы</i>	218
<i>Возникновение банковской системы</i>	220
<i>Австрийский рынок ценных бумаг</i>	221
<i>Венская биржа</i>	224

Создание транспортной инфраструктуры и кризис 1847 г.	
<i>Начало нового подъёма в британской экономике</i>	225
<i>Железнодорожный бум в Англии</i>	227
<i>Приближение кризиса в Великобритании</i>	235
<i>Английский кризис 1847 года</i>	239
<i>История железнодорожного короля Джорджа Хадсона</i>	240
<i>Последствия кризиса</i>	243
<i>Подъём 1840-х годов во Франции и кризис 1847 г.</i>	244
<i>Кризис и революция в Германии</i>	248
<i>Кризис в других странах</i>	250
<i>Особенности кризиса 1847 г.</i>	251
<i>Общие тенденции в формировании рынков ценных бумаг в первой половине XIX в.</i>	252

Часть 3. Триумф свободной торговли (1848–1873 гг.)

Развитие международной торговли и концентрация капитала	
<i>Эпоха свободной торговли</i>	256
<i>Концентрация капиталов и массовая индустриализация в 1850-е годы</i>	257
<i>Кризис 1857 г. и его особенности</i>	258
<i>Подъём 1860-х годов</i>	260
<i>Новая волна акционерного учредительства</i>	261
<i>Банковская революция</i>	262
<i>Появление массового рынка ценных бумаг</i>	264
<i>Информационная революция и мировые финансовые центры 1850–1860-х годов</i>	265
Британский рынок ценных бумаг в период свободной торговли	
<i>Викторианская эпоха</i>	268
<i>Финансовое сердце мира</i>	271
<i>Британские банки</i>	273
<i>Начало подъёма 1850-х годов</i>	275
<i>Промежуточные кризисы 1851 и 1854 гг.</i>	278
<i>Финансовый кризис 1857 г.</i>	280
<i>Начало подъёма 1860-х годов</i>	282
<i>Кризис 1866 г. в Англии</i>	283
<i>Британский рынок ценных бумаг в 1860-е годы</i>	285
Индустриализация во Франции и рынок ценных бумаг	
<i>Франция в эпоху Второй империи</i>	287
<i>Железнодорожный бум 1850-х годов</i>	288
<i>Учредительство 1850-х годов и акционерный банк <i>Credit Mobilier</i></i>	290

<i>Кризис 1857 г.</i>	293
<i>Подъём 1860-х годов и кризис 1867 г.</i>	294
<i>Рынок ценных бумаг и Парижская биржа</i>	296
«Позолоченный век»: рынок ценных бумаг США во второй половине XIX в.	
<i>Америка в середине XIX века</i>	300
<i>Подъём 1850-х годов</i>	302
<i>Спекулятивный пузырь 1857 г.</i>	304
<i>«Хлопковые облигации» во время гражданской войны</i>	306
<i>Новая волна роста в 1860-е годы</i>	308
<i>Железнодорожный бум</i>	309
<i>Джей Гулд</i>	312
<i>Влияние кризиса 1866 г. в США и депрессия 1867 года</i>	313
<i>Проблема раскрытия финансовой информации</i>	314
Объединение Германии и ускоренное развитие рынка ценных бумаг	
<i>Объединение Германии</i>	316
<i>Германская индустриализация</i>	317
<i>Кризис 1857 г. в Гамбурге</i>	319
<i>Подъём 1860-х годов</i>	321
<i>Немецкая модель капитализма</i>	323
<i>Биржи во Франкфурте и Берлине</i>	326
<i>Грюндерский бум</i>	326
<i>Герсон Бляйхредер</i>	331
<i>Особенности акционерного бума</i>	332
<i>Аферы Струссберга и начало «грюндерского краха»</i>	333
Австрийский рынок ценных бумаг: 1848–1873 гг.	
<i>Вена – центральноевропейская столица капитала</i>	336
<i>«Мартовская революция» 1848 г. и начало индустриализации</i>	337
<i>Формирование кредитно-финансовой системы</i>	338
<i>Возрастание значения акционерных коммерческих банков</i>	339
<i>Создание Австро-Венгрии и экономический подъём конца 1860-х годов</i>	341
<i>Акционерное учредительство 1860-х – начала 1870-х годов</i>	342
<i>Кризис на Венской бирже</i>	347
Международный кризис 1873 г. и «первая Великая депрессия»	
<i>«Венский крах»</i>	351
<i>«Грюндерский крах» в Германии</i>	355
<i>Сентябрьский кризис в США</i>	357
<i>Вялое протекание кризиса в Англии</i>	360
<i>Кризис во Франции</i>	361
<i>Вторая кризисная волна</i>	362
<i>Особенности кризиса 1873 года</i>	363

Российский рынок ценных бумаг: время реформ	
<i>Долгий путь к реформам</i>	365
<i>Учредительство середины 1850-х годов</i>	368
<i>Реформирование кредитно-финансовой системы</i>	371
<i>Главное общество российских железных дорог</i>	
и железнодорожный бум 1860-х годов	372
<i>Биржевой ажиотаж 1868–1869 гг.</i>	375
<i>Финансовый кризис 1873 года</i>	377
Япония: «эпоха Мэйдзи» и возникновение рыночной экономики	
<i>Япония в первой половине XIX века</i>	381
<i>Традиционные японские ценные бумаги</i>	382
<i>Революция Мэйдзи</i>	384
<i>Начало индустриализации</i>	386
<i>Создание банковской системы</i>	389
<i>Первые облигационные займы</i>	393
<i>Появление акционерных компаний и бирж</i>	397
<i>Сбережения и инвестиции</i>	398
<i>Японская модель административного капитализма</i>	399

Часть 4. Belle Époque: прелюдия к глобализации

Эпоха экспорта капитала	
<i>Первая глобализация</i>	401
<i>Финансовый капитализм</i>	415
<i>Экспорт капитала</i>	424
Подъёмы и кризисы эпохи экспорта капитала	
<i>Начало нового подъёма и промежуточный кризис 1882 г.</i>	433
<i>Бум второй половины 1880-х годов</i>	437
<i>Кризис 1890 г.</i>	440
<i>Оживление конца 1890-х годов</i>	443
<i>Спад и кризис 1900 г.</i>	446
<i>Период роста 1905–1907 гг.</i>	450
<i>Паника 1907 г.</i>	452
<i>Новый цикл подъёма и кризис 1913 г.</i>	458
Лондон: эпицентр глобализации	
<i>Глобальная империя</i>	462
<i>Лондон – финансовый центр мира</i>	465
<i>Финансовые услуги и сервисная экономика</i>	468
<i>Экспорт британского капитала</i>	471
<i>Британский рынок ценных бумаг в эпоху экспорта</i>	
капитала	474
<i>Столица рантье</i>	476
<i>Небанковские финансовые посредники</i>	478
<i>Неравномерность экономического роста</i>	479

Восходящая звезда Нью-Йорка	
<i>Новая финансовая столица мира</i>	495
<i>Особенности экономического роста США</i>	497
<i>Банки и небанковские участники финансового рынка</i>	500
<i>Проблема качества корпоративного управления и</i>	
<i>финансовой информации</i>	503
<i>Нью-Йоркская биржа</i>	504
<i>Цикличность в развитии американского рынка ценных</i>	
<i>бумаг</i>	505
<i>Кризис 1907 г. и его последствия</i>	517
<i>Банкротство трастовой компании Knickerbocker Trust</i>	
<i>Сотрапу и вторая волна кризиса</i>	520
<i>Биржевые игроки эпохи кризиса</i>	521
<i>Спасение от всеобщего краха и роль Моргана</i>	525
Париж: Belle Époque	
<i>Финансовый Париж</i>	530
<i>Парижская биржа и кризисы</i>	531
<i>Экспорт французского капитала</i>	543
Берлин – новая столица капитала	
<i>Новый финансовый центр</i>	544
<i>Застой конца 1870-х годов и начало нового</i>	
<i>железнодорожного бума</i>	546
<i>Подъём конца 1880-х годов</i>	548
<i>Немецкая модель финансирования экономики</i>	549
<i>Бурный рост конца 1890-х годов</i>	550
<i>Кризис 1900 г. в Германии</i>	552
<i>Новый подъём 1900-х годов</i>	554
<i>Экспорт германского капитала</i>	557
Австро-Венгрия: многонациональная империя в центре Европы	
<i>Многонациональная империя</i>	559
<i>Экономический рост и ценные бумаги</i>	560
<i>Банковская модель финансирования</i>	565
<i>Иностранные капиталы в Австро-Венгрии</i>	566
«Финансовый ренессанс» в России	
<i>Эпоха экспорта капитала и Россия</i>	570
<i>Экономический рост</i>	571
<i>Расцвет рынка ценных бумаг</i>	572
<i>Подъёмы и спады конца XIX – начала XX в. на российском</i>	
<i>рынке ценных бумаг</i>	575

Часть 5. Закат Европы: от глобальных дисбалансов к «Великой депрессии» (1914–1939)

Между двумя мировыми войнами	
<i>Эпоха распада</i>	587
<i>Начало войны и кризис 1914 г.</i>	589
<i>Мировой рынок ценных бумаг в годы войны</i>	599
<i>Взаимные долги участников войны</i>	600
<i>Золотой стандарт</i>	602
<i>Возникновение глобального дисбаланса золота</i>	605
<i>«Великий крах» и «Великая депрессия»</i>	606
США: нелёгкая роль мирового кредитора	
<i>Возрастание значения США</i>	610
<i>«Займы Свободы» и появление массовых индивидуальных инвесторов</i>	613
<i>Начало «эпохи процветания»</i>	615
<i>Рынок ценных бумаг 1920-х годов</i>	618
<i>Дисбаланс между быстрым ростом производства и медленным ростом потребления</i>	626
<i>Глобальный дефицит золота и политика ФРС США</i>	627
<i>Нарастание спекулятивного пузыря на рынке ценных бумаг</i>	632
<i>Предостерегающие голоса</i>	636
<i>Индивидуальные инвесторы во время бума</i>	637
<i>Финансовые пулы</i>	640
<i>Инвестиционные трастовые компании во время бума 1920-х годов</i>	642
<i>В преддверии краха</i>	647
<i>Биржевой крах 1929 г.</i>	651
<i>«Великая депрессия»</i>	658
<i>Банковский кризис 1930–1931 гг.</i>	660
<i>Избрание Франклина Рузвельта и новая волна банковского кризиса</i>	666
<i>Окончание периода экономического либерализма и «новый курс»</i>	669
<i>Работа комиссии по расследованию причин биржевого краха и принятие законов о ценных бумагах</i>	671
<i>Оживление рынка 1935 г. и спад 1938 г.</i>	681
Германия: от «плана Дауэса» до Третьего рейха	
<i>Результаты войны и споры о репарациях</i>	685
<i>Гиперинфляция в Германии</i>	688
<i>Берлин 1920-х – «всемирный Вавилон»</i>	690

<i>Ялмар Шахт</i>	691
<i>«План Дауэса»</i>	693
<i>Экономический подъём 1920-х годов</i>	695
<i>«План Юнга» и спад в Германии</i>	697
<i>Крах венского банка Creditanstalt</i>	700
<i>Германия на грани кризиса: 1930–1933 гг.</i>	701
Великобритания: от Pax Britannica до «стерлингового блока»	
<i>Послевоенный спад</i>	711
<i>Попытки возвращения к золотому стандарту</i>	714
<i>Великобритания во время общего подъёма 1920-х годов</i>	715
<i>Банкротство Кларенса Хатри</i>	716
<i>Влияние биржевого краха 1929 г. на английский финансовый рынок</i>	717
<i>Отмена золотого стандарта</i>	719
<i>«Стерлинговый блок» и «Британское содружество»</i>	723
Франция в годы подъёма 1920-х и «Великой депрессии»	
<i>Общие тенденции на рынке ценных бумаг Франции в начале XX века</i>	724
<i>Итоги войны</i>	726
<i>Финансовый кризис 1924 г. во Франции</i>	727
<i>Подъём середины 1920-х годов во Франции</i>	728
Причины и природа «Великой депрессии»	733
Литература	741

Часть 1

Ранняя индустриализация и возвышение Англии

Упадок Амстердама

Амстердам, столицу Нидерландов и мировой финансовый центр XVII–XVIII веков, называли «Северной Венецией» не только из-за каналов, но и из-за значения в истории финансов. «Уникальное явление – имперская система без имперского государства, – Амстердам XVII века занял срединное место в исторической череде великих городов, на протяжении полутора тысяч лет диктовавших миропорядок западной цивилизации: Венеция – Антверпен – Амстердам – Лондон – Нью-Йорк»¹.

Голландская республика («Республика Соединённых провинций»), возникшая в результате победы Нидерландской революции и просуществовавшая с 1581 по 1795 год, после захвата колониальной империи португальцев, задолго до Англии стала «владычицей морей». Корабли под голландским флагом можно было встретить повсюду на берегах Индийского океана – в Индии, Малайзии, Индокитае и других удалённых частях мира. Разбогатев на колониальной торговле, с конца XVII века Амстердам стал не только «столицей капитала» и мировым финансовым центром, но и общемировой столицей финансовых инноваций. После основания Амстердамского банка на протяжении двух веков, с 1600 по 1800 г., Амстердам был основным мировым рынком ценных бумаг.

¹ «Взрыв модной энергии и разнообразной инициативы голландцев, выгнавших Испанию, – одно из чудес истории». Флот голландцев был равен флотам всей Европы, вместе взятым, и вскоре жителей этой маленькой страны можно было видеть во всех ключевых пунктах мира. Так Амстердам стал «первым, задолго до Интернета, провозвестником проницаемости мира... Вот почему так часты и важны географические карты в голландских интерьерах». Треть населения Амстердама была иностранного происхождения (сегодня в Нью-Йорке – половина). Только в одной Ост-Индской компании было около ста пятидесяти тысяч постоянных сотрудников, а также экипажи кораблей и пассажиры. «Какое же множество людей видели мир!» Парадоксом тогдашней Голландии было «сочетание всемирной открытости и провинциальной замкнутости... внешний мир был частью мира внутреннего, а не наоборот. В этом – кардинальное отличие предвосхитившего Нью-Йорк Амстердама от Нью-Йорка нынешнего» (Вайль П. Гений места / П. Вайль. – М.: АСТ, CORPUS, 2013. – С. 246–248).

Корни современного экономического роста следует искать в Амстердаме и в экономике Нидерландов, где внешняя торговля, составлявшая основу экономики, могла свободно развиваться от снятия ограничений и монопольных привилегий. Для понимания успехов Нидерландов, а вслед за ними и Великобритании, необходимо учитывать, что они очень умело перенимали лучшие достижения своих конкурентов и предшественников. Методы банковского бизнеса были позаимствованы в итальянских городах-государствах, а новые приемы океанской навигации – у португальцев).

Идеи свободной торговли проделали долгий исторический путь от итальянских городов-государств эпохи Ренессанса до Амстердама, чтобы потом в полной мере проявиться в Британской империи. В Нидерландах XVII века принцип свободной торговли был возведён на уровень верховного закона, и неудивительно, что голландцев можно было видеть в самых разных странах по берегам всех морей и океанов. «Каждый имеет право быть полностью свободным в том, какие товары ему производить и какими торговать... это та естественная свобода, которую никакой правитель не должен отнимать у своих граждан», – говорил Питер де ла Корт (Pieter de la Court) в политическом трактате *Interest van Holland*, опубликованном в 1662 г. и оказавшем большое влияние на современников. Эта свобода предпринимательства и торговли была частью общих гражданских свобод: «свободы в выборе религии, образования, торговли, производства, искусств и гражданства», – продолжал он. Именно благодаря этим свободам «во всей Европе нет страны более приспособленной для торговли, чем Голландия»². Для голландской экономики, полностью ориентированной на международную торговлю, гарантия прав собственности и достаточно мягкая система налогообложения были жизненной необходимостью. Так, подобно Венеции и другим итальянским городам эпохи Ренессанса, в Амстердаме была создана способствовавшая развитию новых методов финансовых операций инновационная среда, космополитическая³ по своей сути.

² Hartman J. An Empire of Trade: Commercial Reason of State in Seventeenth-Century Holland / J. Hartman, A. Weststeijn // *The Political Economy of Empire in the Early Modern World* / Ed. S. A. Reinert, P. Roge. – L.: Palgrave Macmillan, 2013. – P. 18–19.

³ Понятие «космополитизм» (от греч. *kosmopolites* – гражданин мира) было весьма популярным в XIX – начале XX века и наполнялось примерно таким же смыслом, как в конце XX века понятие «глобализация». Одним из первых употребил это понятие Иммануил Кант, считавший, что по мере прогресса человечество постепенно придёт к «космополитической конституции» (Kant I. *Toward Perpetual Peace in*

На нидерландском рынке ценных бумаг в обращении находились преимущественно облигации государственных займов, выпускавшиеся для пополнения бюджета (в первую очередь на военные расходы), а также акции Ост-Индской и Вест-Индской колониальных компаний.

Знал этот рынок и спекулятивные пузыри – типичным был бум «тюльпаномании». В 1634–1636 гг. голландское общество захватило массовое увлечение тюльпанами⁴ «Тюльпаномания» в Голландии породила спекуляцию луковицами тюльпанов, и некоторые их сорта стоили огромных по тем временам денег. История о спекулятивном увлечении тюльпанами легла в основу известного романа А. Дюма «Чёрный тюльпан». Главный герой, Корнелиус ван Берле, «не зная, куда девать своё время, а главное – деньги, количество которых ужасающе увеличивалось», выбрал среди увлечений «своей страны и эпохи самое изысканное и самое дорогое. Он полюбил тюльпаны»⁵. Пик спекулятивного ажиотажа был в декабре 1636 – январе 1637 года, когда цены некоторых особенно популярных сортов выросли в десять раз. Самые дорогие из них стоили 500–900 гульденов (за 300 гульденов можно было купить небольшой дом, а за 1000 – особняк с садиком в центре Амстердама на берегу канала). Толчком к краху этого спекулятивного бума стала, вероятно, сделка цветовода Генрикуса из города Гронингема, продавшего тюльпаны на несколько тысяч гульденов, но с условием, что если до лета 1637 года цены на них упадут, то покупатель сможет отказаться, заплатив неустойку размером в 10% от суммы сделки. Вероятно, оговорка о возможности падения цены стала поводом к сомнениям, быстро принявшим форму паники. С 3 февраля 1637 г. началось обвальное падение цен, скоро достигших всего лишь 5% от максимальных.

После того как в ходе войн конца XVIII – начала XIX века (четвёртой войны Англии с Нидерландами 1780–1784 гг. и войн Наполеона) большая часть финансовой инфраструктуры в Нидерландах была разрушена, значительная часть государственных цен-

Practical Philosophy / I. Kant // Cambridge Edition of the Works of Immanuel Kant. – Cambridge: Cambridge University Press, 1999. – P. 329). Однако «космополитизм» эпохи Британской империи и «глобализация» как тенденция конца XX века не являются синонимами и не тождественны, как не тождественны две совершенно различные эпохи.

⁴ Тюльпаны были завезены в Европу из Турции около 1560 г., и около 70 лет они были известны только в кругу специалистов-садовников.

⁵ Дюма А. Чёрный тюльпан / А. Дюма. – http://royallib.ru/book/dyuma_aleksandr/cherniy_tyulpan.html.

ных бумаг обесценилась, вследствие чего доверие инвесторов к ним значительно снизилось.

Когда наполеоновские войны наконец закончились, «летом 1815 года после двух десятилетий войны в Европу пришёл мир. Ему суждено было стать долгим, нарушаемым лишь гражданскими беспорядками и локальными военными кампаниями, из искр которых не возгоралось пламя крупных конфликтов до тех пор, пока эпоха французской гегемонии не сменилась эрой германской экспансии»⁶. Однако войны Наполеона (бывшего императором Франции с 1804 по 1815 г.), в особенности оккупация Амстердама французскими войсками, а также общая политическая нестабильность в Европе отрицательно повлияли не только на всю нидерландскую экономику, но и на работу Амстердамской биржи. И даже после того как французские войска ушли из Амстердама, он уже не смог восстановить своё былое значение и быстро перестал быть общемировым финансовым центром, а инфраструктура сути рынка товаров и ценных бумаг, начавшего формироваться вокруг Амстердама с конца XVII в., была нарушена. Первым, очевидным для современников признаком утраты Амстердамом былого значения стало обращение французского правительства, осуществившего после окончания войны облигационный заём для покрытия военных убытков, не к финансистам Амстердама, а к британскому банкирскому дому братьев Бэрингов – Baring Brothers.

И хотя после поражения Наполеона в 1815 г. и начала мирного периода Амстердам продолжал оставаться важным финансовым центром, он уже перестал быть основным связующим звеном общемирового рынка ценных бумаг. В начале XIX века существовала вероятность того, что Амстердам восстановит своё былое значение – в этом городе всё ещё было сосредоточено большое количество капиталов, а также опытных банкиров и брокеров. Количество ценных бумаг, находившихся в обращении на бирже, выросло с 96 в 1772 г. (из них 57 были голландскими и 39 иностранными) до 98 в 1815 г. и 108 в 1820 году⁷. На нидерландский рынок начали возвращаться некоторые важные для него крупные участники, в том числе Российская империя⁸. Однако звезда Амстердама как миро-

⁶ Черчилль У. История англоязычных народов. В 4 т. Т. 4. / У. Черчилль. – Екатеринбург: Гонзо, 2012. – С. 13.

⁷ Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006. – P. 46, 61.

⁸ С 1761 г. правительство Российской империи через «придворных банкиров» начало брать у амстердамского банкирского дома Генриха Гоппе внешние займы пре-

вого финансового центра неизбежно клонилась к закату, и этот процесс был уже неостановим.

В это время финансовый рынок Амстердама столкнулся с рядом серьёзных политических и экономических проблем, связанных прежде всего с тем, что Нидерланды по сравнению с Англией и Францией были весьма небольшим государством с такой же небольшой экономической системой. Финансовый рынок Амстердама не имел в своей основе значительных ресурсов, опирающихся на внутреннее производство, и существовал преимущественно за счёт финансовых операций, обслуживающих международную торговлю (в которой Голландия была одним из лидеров). Такая система вполне эффективно работала до начала французской революции. До 1789 г. нидерландские инвесторы обладали большими свободными капиталами, полученными от внешней торговли, и могли вкладывать их в иностранные государственные облигации.

Возрастание роли Англии в международной торговле на протяжении всего XVIII в. стало объективной предпосылкой, сделавшей упадок Амстердама прогнозируемым. Голландская экономика (в частности, фермерские хозяйства) была доходной, пока городское население и элиты, получавшие доходы от международной торговли, создавали спрос на местную продукцию. Однако после 1815 г., когда политическая и экономическая обстановка изменилась не в пользу Нидерландов, владельцы крупных капиталов уже не считали возможным рисковать, вкладывая их в развитие преимущественно аграрной внутренней экономики. Начался отток голландских капиталов в Англию – там было гораздо выгоднее их инвестировать. А сбережения более мелких голландских инвесторов значительно уменьшились, и они уже не могли (в отличие от британских и французских) активно вкладывать деньги в иностранные облигации. Именно эти обстоятельства гораздо больше, чем частично разрушенная во время войн финансовая инфраструктура Нидерландов, способствовали тому, что Амстердам перестал быть общемировым финансовым центром. Голландские финансовые и политические элиты в начале XIX в. оказались достаточно консервативными, чтобы быть готовыми на реформы уже сложив-

имущественно с целью покрытия военных расходов. В начале XIX в. размер «голландского долга» достиг 84,4 млн гульденов, и роль России в качестве участника амстердамского финансового рынка была весьма заметной (Кредит и банки в России до начала XX века: Санкт-Петербург и Москва / Б. В. Ананьич, М. И. Арёфьев, С. Г. Беляев и др. – СПб.: Изд-во С.-Петерб. ун-та, 2005. – С. 128–129, 134–135, 151).

шейся и ещё недавно столь эффективной институциональной структуры.

Амстердамский финансовый рынок, бывший в XVII–XVIII вв. символом инновационных методов финансовых операций, в начале XIX в. не смог восстановить свой довоенный потенциал. Лондон постепенно захватил контроль не только над торговыми маршрутами голландской колониальной империи, но и над международными финансовыми операциями. А все основные финансовые инновации Амстердама были позаимствованы и развиты на британском рынке ценных бумаг. Победа Англии в битве при Ватерлоо и ослабление основного конкурента (и политического, и экономического) – Франции, также способствовали началу эпохи британского лидерства. Так после окончания наполеоновских войн «Британия раньше, чем её соседи, начала пожирать плоды – как сладкие, так и горькие, – промышленной революции»⁹.

События 1815 г. имели важное значение не только для политиков, но и для финансовых рынков. Согласно одной из легенд, Натан Ротшильд, один из крупнейших финансистов того времени, лично наблюдал за битвой при Ватерлоо, понимая, что её исход окажет решающее влияние на дальнейшую судьбу Европы. Но, вероятнее всего, почтовых голубей с сообщениями отправляли нанятые Ротшильдом люди, поскольку сам он в это время активно продавал (своим же агентам) на бирже акции. О поражении Наполеона в этот день в Англии ещё не было известно никому, кроме Ротшильда. Он намеренно создал у брокеров биржи ложное впечатление, что Наполеон победил. После этого на бирже началась паника, курсы ценных бумаг упали, и агенты Ротшильда скупали их по самым низким ценам. На следующий день, когда было официально объявлено о поражении Наполеона, курсы ценных бумаг быстро выросли и оказалось, что, блефуя, Натан Ротшильд получил немалый доход.

⁹ «В свете последней она получила новую область приложения сил и новый источник процветания. В то же время растущее население в городах с их убогими жилищными условиями часто скатывалось в нищету и нужду, дававшие повод к многочисленным и справедливым возмущениям». Своим техническим лидерством Англия была обязана «таланту и успехам британских изобретателей и предпринимателей в XVIII веке, а также близкому расположению её угольных и железорудных месторождений друг к другу и к побережью. Превосходство на море, ресурсы колоний и использование капитала, накопленного благодаря торговле, обеспечивали промышленный рост (Черчилль У. История англоязычных народов. В 4 т. Т. 4. / У. Черчилль. – Екатеринбург: Гонзо, 2012. – С. 19).

Поражение Наполеона окончательно предопределило политическое и финансовое возвышение Англии и превращение Лондона в мировой финансовый центр, из которого планировались и управлялись финансовые операции по всему миру, а Британская империя – «владычица морей», как её называли в Викторианскую эпоху¹⁰, распространила своё влияние до таких далёких в то время стран, как Австралия и Новая Зеландия.

Индустриальная эпоха и Британская империя

Индустриальная эпоха началась с первой промышленной революции в Англии в середине XVIII века, когда произошёл радикальный в смысле инноваций переход от аграрной экономики и менталитета аграрного общества к новой экономике – промышленной. По словам Фернана Броделя, «Европа сумела решить одну из основных, поставленных перед ней историческим развитием, задач: она осуществила индустриальную революцию, которая распространилась... на весь остальной мир»¹¹. Железо и уголь стали основными символами первой промышленной революции.

После изобретения паровой машины на Британских островах возникло благоприятное сочетание технологических инноваций и возможностей для финансирования этих инноваций – возможностей, в которых не последнюю роль играл английский рынок ценных бумаг, особенно активно развивавшийся после «Славной революции» 1688 года и утверждения в Англии идей протестантизма.

В результате Славной революции было совершено несколько решающих институциональных трансформаций. Прежде всего, революция устранила давно отжившую себя архаическую систему налогообложения, создававшую постоянный угрозу финансового кризиса. Кроме того, после того как законодательная власть короля была в принципе ограничена, король уже не мог изменять какие-либо правила без согласия парламента. Это касалось и права короля изменять налоги. Так парламент утвердил свою власть во всех вопросах налогообложения. В том, что касалось распределения средств, королевская власть теперь вынуждена была считаться с парламентом на равных правах. Так Славная революция создала

¹⁰ Названная так по имени королевы Виктории, Викторианская эпоха (1837–1901 гг.) вместе со следующей Эдвардианской эпохой (1901–1910 гг.) считается временем наибольшего расцвета Британской империи и её политического влияния.

¹¹ Бродель Ф. Грамматика цивилизаций / Ф. Бродель. – М.: Весь мир, 2008. – С. 362.

баланс между парламентом и монархией, в то же время ограничив и возможность парламента принимать произвольные решения. Так Англия показала пример сбалансированности экономической свободы с политическими и гражданскими правами¹².

Почему промышленная революция произошла в XVIII веке именно в Великобритании? Первоисток промышленной революции уходят в 1688 год, когда «Славная революция» расширила полномочия парламента, ограничила власть короля и установила неприкосновенность частной собственности. Эти правовые изменения создали благоприятный климат для инвестиций, что и сделало возможной промышленную революцию.

Непосредственным источником роста был, конечно же, технологический прогресс, и это ещё раз подтвердила история британской индустриализации. Изобретение парового двигателя, хлопкопрядильного станка, выплавка стали основой для цепочки дальнейших инноваций, изменивших весь мир. Последствиями этих инноваций была быстрая урбанизация, рост доходов и накопление капитала.

Благодаря чему стали возможны такие технологические прорывы? В Великобритании XVIII века сложилось благоприятное соотношение доходов и цен на энергоносители – оплата труда была высокой, а цена энергии (угля) очень низкой. Именно поэтому новые изобретения смогли прижиться в Великобритании, но не были использованы в других странах, где цена угля была высокой, а оплата труда низкой. Действительно, зачем тратить деньги, время и силы на разработку нового станка, если труд не будет достойно оплачен, а станком всё равно никто не будет пользоваться из-за дорогого топлива. В Англии же изобретатели были заинтересованы в создании новых технологий, которые быстро окупались из-за дешёвого топлива. Главной основой успешной промышленной революции была экономика дешёвой энергии – именно недорогой уголь стимулировал изобретение парового двигателя и технологий выплавки стали. Такая экономика дешёвой энергии поддерживала

¹² Для эффективного экономического роста в Великобритании необходимо было не просто создать набор определённых правил (в том числе касающихся защиты собственности), но и обеспечить механизм выполнения этих правил. Успех английских институциональных трансформаций не был гарантирован. Во время революций и войн XVII в. королевская армия временами была близка к победе. В этом случае у Англии была бы иная история и государственное устройство, более близкое к Франции (Заостровцев А. П. О развитии и отсталости: как экономисты объясняют историю / А. Заостровцев. – СПб.: Из-во Европейского университета, 2014. – С. 50–51).

экономику высоких зарплат¹³. Немалое значение имела и возможность продавать продукцию британской промышленности в колонии, и в этом смысле промышленную революцию можно рассматривать как часть британской колониальной экспансии.

В индустриальную эпоху основную роль играл промышленный сектор экономики, а значение аграрного сектора, столь важного в доиндустриальные эпохи, уменьшилось. В наиболее развитых странах стал формироваться сервисный сектор экономики, начавший преобладать над промышленным со второй половины XX века – в постиндустриальную эпоху. Временные границы индустриальной эпохи позволяют соотносить её с одним из циклов глобализации¹⁴, связанным с экономическим доминированием Британской империи, и период британского лидерства стал прелюдией к современной глобализации¹⁵.

¹³ В этом смысле исследовательская программа Аркрайта была нацелена не на чистую науку саму по себе, а на зарабатывание денег за счёт получения патента на изобретение, а затем на продолжение исследований с помощью этих денег. Хотя Аркрайт получал не все выплаты по патентам, которые ему причитались, он заработал крупное состояние за счёт собственных фабрик. К концу жизни состояние Аркрайта достигало полмиллиона фунтов. В поисках внешнего венчурного финансирования Аркрайт обратился к «проектировщикам». Начал он с того, что в 1768 г. получил финансовую поддержку от двух своих родственников, мелких предпринимателей Джона Смолли и Дэвида Торнли. Вскоре появились и более состоятельные предприниматели, Сэмюэл Нид и Джеймс Стратт, посчитавшие для себя выгодным вложить деньги в исследования Аркрайта. К 1774 г. Стратт инвестировал в создание ткацкого станка и постройку двух фабрик 13 тыс. фунтов.

¹⁴ Предыдущие циклы глобализации были связаны с мировыми империями античных времён, китайской, арабской и монгольской империями, а также европейскими колониальными империями – испано-португальской и голландской.

¹⁵ Хотя процессы финансовой глобализации, понимаемые как возникновение международных сетей финансовых связей (современное понятие «глобализация» употребляется в этом случае для простоты изложения), начались ещё в Древнем мире, степень интегрированности финансового рынка возрастала постепенно. Поэтому следует отметить существенное различие понятий «финансовая глобализация» (как длительный процесс) и «глобальный финансовый рынок» (как определённая степень интеграции). Международный финансовый рынок (приближающийся к современному пониманию) возник ещё в венецианскую эпоху, существовал в испано-португальский период и был достаточно развит в то время, когда мировым финансовым центром стал Амстердам. Этот рынок предполагал наличие связей между финансовыми системами разных стран. Однако единая сеть таких связей возникла только в XIX веке, в британскую эпоху, при формировании общемирового финансового рынка. Что же касается глобального финансового рынка, то о нём корректно говорить, начиная с конца XX в., когда развитие информационных технологий обеспечило возможность функционирования этого рынка в режиме реального времени, что значительно ускорило движение финансовых потоков и привело к возрастанию значения виртуального финансового капитала. В этом смысле понятие «глобальный финансовый рынок» отражает

Экономические системы, финансовые рынки и рынки ценных бумаг развиваются циклично, по спирали, и эпоха *Pax Britannica* (так называемого «Британского мира»¹⁶) представляет собой полностью завершённый, целостный цикл такого развития¹⁷ – от появления технологических инноваций в конце XVIII века и роста многочисленных спекулятивных пузырей на рынках ценных бумаг в период строительства каналов и железных дорог – до времени наибольшего экономического подъёма в конце XIX – начале XX в., когда происходили процессы глобализации, близкие к современному её пониманию. «До 1914 года земля принадлежала всем. Каждый отправлялся, куда хотел, и оставался, на сколько хотел... не было никаких разрешений, никаких виз, никаких справок; границы... были чисто символическими линиями, через которые человек переступал так же просто, как через меридиан в Гринвиче»¹⁸.

Возможность на примере индустриальной эпохи проанализировать закономерности возникновения и развития отдельного экономического цикла приводит к лучшему пониманию процессов, происходящих сегодня на мировых финансовых рынках, и будущих тенденций этих рынков. Когда речь идёт об индустриальной эпохе и периоде британского лидерства, подразумевается не только история британской финансовой системы и рынка ценных бумаг, а целый цикл экономического развития со сложными взаимосвязями финансовых рынков разных стран (Англии, Франции, США, Германии, Бельгии, России, Австро-Венгрии, Японии и др.).

На рынке ценных бумаг эпоха доминирования Британской империи длилась с 1815 по 1944 г. (от упадка Амстердама как общемирового финансового центра, поражения Наполеона и окончания длительных войн – до Бреттон-Вудской конференции, когда возникла современная мировая финансовая система). Особенностью эпохи британского лидерства было провозглашение курса на свободу торговли, активизация глобализационных процессов и создание общемировой экономики, в которой был достигнут принципиально новый уровень свободы предпринимательства.

принципиально новое качество связей между участниками рынка, достигнутое только в последние десятилетия.

¹⁶ По аналогии с древнеримским *Pax Romana* – «Римский мир», единое политическое и экономическое пространство Римской империи.

¹⁷ В более давние эпохи начало и конец таких циклов проследить труднее, главным образом по причине отсутствия достаточного количества сопоставимых статистических данных, появляющихся только со второй половины XIX в.

¹⁸ Цвейг С. Вчерашний мир / С. Цвейг. – М.: Радуга, 1991. – 377 с. – http://www.belousenko.com/wr_Zweig.htm.

Однако для современников образ *Rex Britannica* воспринимался не только как символ «мира без границ», в котором путешествовали в поисках экзотических впечатлений и лёгкого богатства («в поисках золота мы обошли весь мир») искатели приключений и авантюристы, хотя именно такой романтический образ колониальной империи, раскинувшейся по всему миру, воспевали в своих произведениях Р. Киплинг, Дж. Конрад и Р. Стивенсон. В этом несколько нереальном и вымышленном мире, где торжествовали «британский идеал свободы» и принципы глобализированной свободной торговли, смешались британские солдаты («строители империи»), «девушки из Бирмы», слоны, шелест пальм и «пряный дух цветов»¹⁹.

В то же время слова *Rex Britannica* (как и пулемёт Maxim) для многих стали символом британского империализма, беспощадного и откровенно циничного в своём стремлении к глобальной экспансии, дававшей возможность англичанам с гордостью говорить, что над Британской империей никогда не заходит солнце²⁰. «*Rex Britannica* – термин, всегда звучавший наглой ложью, превратился за последние годы в какое-то чудовище лицемерия», – отмечал Дж. Гобсон в 1902 году, поскольку «десятилетия империализма изобиловали войнами; большая часть этих войн была вызвана прямым посягательством белых рас на “низшие расы”...»²¹.

Впрочем, империи часто негативно оцениваются историками из-за территориальной экспансии, подавления развития входящих в них народов и т. п. С этим трудно спорить, однако империям свойственно не только это. Они объединяют разрозненные территории (часто очень большие) в единое экономическое пространство, где создается сеть коммуникации и обмена информацией. Кроме того, империи обычно мультикультурны по своей природе, и возникающий в них синтез различных традиций часто бывает более интересным и богатым, чем сами эти традиции по отдельности. Британская империя и была таким мультикультурным образованием.

¹⁹ Киплинг Р. Мандалай / Р. Киплинг. – 95bbw.net/lyrics/mandalay.ru.html.

²⁰ Если в 1792 г. в неё входило 23 колонии, а общее население империи было 12,5 млн, то в 1816 г. – уже 43 колонии, а общее население достигло 200 млн. Историю британской колониальной экспансии подробно и красочно описывает П. Брендон (Брендон П. Упадок и разрушение Британской империи / П. Брендон. – М.: АСТ, 2010).

²¹ Гобсон Д. Империализм / Д. Гобсон. – М.: Либроком, 2010. – С. 111.

Инновации и циклы экономического развития

Возвышение Англии было связано не только с политическими победами. Всякий экономический подъём (а точнее – цикл экономического развития) начинается с радикальных инноваций – не обязательно именно технологических. Инновации могут быть институциональными либо политическими, но эти изменения обычно приводят к чрезмерно оптимистическим ожиданиям инвесторов, надеющихся на появление новых возможностей получения дохода во время периода повышения экономической активности.

Само понятие «инновации» возникло в Англии ещё в начале XVII века, когда Фрэнсис Бэкон опубликовал своё эссе «Об инновациях»²², и эпоха промышленной революции в Англии стала одним из наиболее ярких примеров зарождения технологических инноваций и их последующего успешного применения. Такие крупные «инновационные волны», как индустриальная революция в Англии, возникают в обществе достаточно редко, создавая не только технологический прорыв, но и смену всей технико-экономической парадигмы. Вначале инновации воспринимаются как чужеродные элементы в старой экономической и социальной системе. Старые институты и потребности общества не соответствуют открывающимся новым возможностям, поскольку трансформация институтов требует времени и обычно отстаёт от смены парадигмы.

Возникновение инноваций в Англии стимулировала сама структура британского общества, предполагавшая гораздо большую степень свободы, чем регламентированное общество во Франции. Ранний промышленный капитализм появился и расцвёл в специфической британской структуре институтов, бывшей одновременно аристократической и парламентской.

Появление технологических и финансовых инноваций в Англии было бы невозможным без формирования инновационной среды, которая, в свою очередь, не смогла бы возникнуть без предшествовавших ей институциональных изменений. В этом смысле в Англии была предпринята вполне удачная попытка воспроизвести в новых условиях институциональную модель Нидерландов, а в Нидерландах – попытка повторить модель Венеции. Осознанным

²² Bacon F. Of Innovations / F. Bacon. – <http://www.authorama.com/essays-of-francis-bacon-25.html>.

или, скорее всего, неосознанным первоисточником такой модели (во всяком случае, для Венеции) был образ античного города-государства – полиса.

Поэтому возникновение радикальных технологических и финансовых инноваций, ставших основой индустриальной революции, как и формирование в Англии инновационной среды неотделимы от всей истории становления британских общественных, правовых и экономических институтов. Нечто подобное можно видеть во второй половине XX века – трудно понять начавшуюся в США компьютерную революцию и формирование информационного общества, по радикальности изменений сопоставимые с индустриальной революцией, не учитывая общей интеллектуальной атмосферы того времени, а также особенностей американского общества и его институтов.

Технологические и финансовые преобразования происходили и в странах с другой институциональной структурой, мало похожей на британскую, – в Германии, России и, особенно, в Японии, – но происходили уже после того, как был сделан первый прорыв. В таких странах, как Россия или Япония, промышленные революции стали повторением британского опыта, и каких-либо радикальных технологических инноваций не было. Да они и вряд ли были возможны, поскольку им не способствовала сама централизованная, ориентированная на государство институциональная среда этих стран, предполагавшая пониженную степень личной свободы.

Для возникновения инноваций (технологических, научных, финансовых и др.) необходим не только определённый интеллектуальный потенциал, но и соответствующие экономические условия, при которых можно получить реальную прибыль от этих инноваций, в том числе наличие потребителей новых технологий, товаров и услуг, что даёт возможность проникновения инноваций на рынок. Важным условием является также существование особой инновационной среды, на протяжении истории периодически возникавшей обычно в крупных городах, лежавших на перекрёстках торговых путей, где не только концентрировалось богатство, но и смешивались различные культуры и традиции. В такой среде создатели и творцы инноваций могут обмениваться идеями и информацией, и эта среда обладает способностью к самоорганизации и порождению принципиально нового знания²³.

²³ Здесь мы не рассматриваем подробнее вопрос о природе и закономерностях возникновения обладающей синергетическими свойствами инновационной среды (*milieu of innovation*), концепция которой связана с идеями Филиппа Айдало

Однако всякая инновационная среда имеет свою собственную цикличность развития – от возникновения, консолидации и зрелого состояния, когда на основе самоорганизации её участников она порождает новые идеи и технологии, в том числе финансовые, – и до неизбежного упадка. Это связано с тем, что зрелая инновационная среда достаточно гибка и пластична, но она имеет естественную тенденцию создавать новые институциональные структуры. Такие структуры, будучи менее динамичными, постепенно уменьшают гибкость инновационной среды, приближая её упадок. Когда он начинается, основные участники этой среды – носители новых идей и технологий – постепенно покидают её (подобно тому как птенцы неизбежно покидают гнездо), отправляясь в другие регионы мира для поиска подходящих условий, где будет создана новая инновационная среда. Так было и с Амстердамом, передавшим свою эстафету Лондону.

Каждая экономическая эпоха определяется, как отмечал Саймон Кузнец²⁴, своими «эпохальными технологическими инновациями»²⁵. В дальнейшем эту идею развивали многие авторы, в частности, Чарльз Киндлбергер, отмечавший значение технологических инноваций среди факторов, подталкивающих всплески экономической активности²⁶, а также Джоэль Мокир²⁷.

(Aydalot P. High Technology Industry and Innovative Environments: The European Experience / P. Aydalot. – London: Routledge, 1988. – 320 p.), развитыми Мануэлем Кастельсом, проводившим специальное исследование особенности инновационной среды (Кастельс М. Информационная эпоха / М. Кастельс. – М.: Гос. ун-т «Высшая школа экономики», 2001. – С. 56).

²⁴ Семён Абрамович Кузнец (1901–1985) – известный русско-американский экономист, лауреат Нобелевской премии по экономике 1971 г., родился в г. Пинске, учился в Харькове, в США эмигрировал в 1922 г., известен своими статистическими исследованиями цикличности динамики экономического развития, охватывавшими длительный исторический период. Понятие «цикл Кузнеца» – двадцатилетний период чередования ускоренного и замедленного экономического развития – стало общепризнанным в современной экономике (Simon Kuznets – http://en.wikipedia.org/wiki/Simon_Kuznets).

²⁵ Kuznets S. Modern Economic Growth: Rate, Structure, and Spread / S. Kuznets. – Yale: Yale Univ Press, 1966. – Ch. 1. Подробнее об идеях С. Кузнеца см.: Диденко Д. В. «Кривая Кузнеца» как проявление системных трансформаций: дифференциация доходов в индустриальной и постиндустриальной экономике / Д. В. Диденко // Экономическая история: Ежегодник. 2009. – М.: Российская политическая энциклопедия (РОССПЭН), 2009. – С. 300–344.

²⁶ Киндлбергер Ч. Мировые финансовые кризисы. Мании, паники и крахи / Ч. Киндлбергер, Р. Алибер. – СПб.: Питер, 2010. – С. 51, 54–55, 71, 98–105.

²⁷ Мокир Дж. Рычаг богатства. Технологическая креативность и экономический прогресс / Дж. Мокир. – М.: Издательство Института Гайдара, 2014. – 504 с.

В начале эпохи Pax Britannica политические инновации были связаны с поражением Наполеона и победой Англии, экономические – также с упадком Амстердама, со «Славной революцией» и последовавшей за ней финансовой революцией 1688 г., создавшей новые возможности для накопления капитала и его инвестирования. Технологические инновации стали основой первой индустриальной революции (называемой также промышленной революцией и промышленным переворотом): изобретением парового двигателя, заменой ручного труда машинным и начавшимися вследствие этого важными трансформациями в сфере производства.

Несмотря на то, что в случае Англии основные инновации появились ещё во второй половине XVIII в., наибольшее влияние на экономическое развитие, в том числе на активизацию финансовых рынков, эти инновации оказали значительно позже, в 1840-е годы, когда началось активное строительство железных дорог, сопровождавшееся бумом на рынке акций. Это объясняется закономерным отставанием роста реальной производительности труда от времени появления инноваций – такое отставание получило название «временного лага».

Его сущность состоит в том, что эффекты инноваций проявляются не сразу. Существуют определённые промежутки времени – так называемые временные лаги между появлением инноваций и их внедрением в промышленности, повышением производительности труда, а вследствие этого – уровня жизни и потребления. Например, после появления в конце XVIII в. парового двигателя и других механизмов в начале XIX в. эти инновации ещё не успели оказать заметного влияния на рост уровня жизни и потребления. Однако они подготовили условия для начала периода активного экономического роста с середины XIX века²⁸.

²⁸ Проблема отставания роста производительности труда от технологических инноваций была подробно рассмотрена в работах Роберта Солоу в 1956–1957 гг. (Solow R. A contribution to the theory of economic growth / R. Solow // *Quarterly Journal of Economics*. – 1956. – № 70. – P. 65–94; Solow R. Technical change and the aggregate production function / R. Solow // *Revue of Economics and Statistics*. – 1957. – № 39. – P. 214–231; Nelson R. Institution supporting technical change in the United States / R. Nelson // *Technical change and economic theory* / Ed. G. Dosi. – London: Pinter, 1988. – P. 319–329). Так называемый парадокс Солоу состоит в том, что периоды роста производительности труда (во второй половине XIX в., и в 1950–1973 гг.) не совпадают со временем появления технологических инноваций. Например, электрический двигатель появился в 1880 г., но реально эта инновация начала влиять на производительность труда только в 1920-е годы.

Вероятно, наличие «временного лага» можно объяснить инерцией традиций, существующих в организации производства, а также необходимостью существенных затрат на внедрение инноваций. Поэтому должно пройти определённое время, пока новые технологии окажут влияние на экономический рост и на активизацию финансовых рынков²⁹. Если считать, что каждая эпоха и каждый цикл экономического развития начинаются с определённых инноваций, в том числе технологических, то британская эпоха началась с изобретения парового двигателя и первой индустриальной революции. Позже, в период максимального экономического подъёма, возникают следующие инновации, хотя они в силу влияния «временного лага» начинают реально применяться уже в следующем цикле экономического роста³⁰.

Однако исторический парадокс заключается в том, что даже когда новые технологии начинают активно влиять на экономику и общество в целом (как это было в середине XIX века, когда началось массовое применение паровых двигателей, связанное с созданием железнодорожной транспортной сети и развитием пароходства), современники этих событий, и прежде всего экономисты, часто не распознают основную причину ускорения прогресса – технологические инновации, и начинают искать объяснение в развитии торговли, хотя сама по себе торговля является «носителем прогресса», а не его причиной.

²⁹ Хотя появление парового двигателя начало реально влиять на темпы экономического роста только во второй половине XIX в. с «временным лагом» почти в столетие, важное средство связи – телеграф, запатентованный в США С. Морзе в 1837 г. и усовершенствованный во Франции Ж. Бодо в 1872 г., начал внедряться достаточно быстро и практически применялся на финансовых рынках (заметно активизировав их развитие) с середины XIX в. В конце XIX в. уже существовала обширная телеграфная сеть, разветвлённая по всему миру.

³⁰ Известно, что первые прототипы вычислительной техники (правда, весьма далёкие от современных компьютеров) были созданы ещё во время Второй мировой войны, но усовершенствованы они были значительно позже. А существенное влияние на производительность труда и на экономическое развитие инновации в компьютерных технологиях они оказали только в конце XX века.

Ранняя индустриализация и её общие закономерности

Ранней индустриализацией (первой индустриальной революцией)³¹ обычно называют переход во второй половине XVIII в. от аграрной экономики и ремесленного, мануфактурного труда к экономике индустриальной, что стало возможным после изобретения парового двигателя и замены ручного труда механизмами. Этот переход в целом завершился к середине XIX в. и привёл к быстрому развитию промышленности в Англии (вначале – текстильной, а затем – угольной и металлургической), вследствие чего сформировалось технологическое и экономическое лидерство этой страны.

Сущностью индустриальной революции стало создание современной промышленности в отличие от предшествовавшей ей кустарной. Во время промышленной революции «набор элементов основного капитала, предназначенного для производства, а не для торговли, начал заметно расширяться», а расширение элементов основного капитала, «в которых и воплощаются инвестиции», можно считать основным экономическим отличием между современной промышленностью и предшествовавшей ей кустарной. Индустриализация стала продолжением процесса развития торговой экономики, а Северная Европа, где началась индустриальная революция, «находилась на пике торговой экспансии (и если бы не революция, пик оказался бы пройденным)». «Лидерами этой экспансии были сначала Нидерланды, а затем Англия – нации-государства, имевшие немало общих черт с городами-государствами» – Афинами, Венецией и другими. Голландия, а потом и Англия «укрепляли себя теми же методами, что Венеция и Афины», основывая «торговые колонии в разных концах света»³².

Обращение к идее античного полиса, города-государства, было не случайным, поскольку подобная модель устройства общества позволяла достичь повышенного уровня интеграции народа и правительства, который так и не удалось реализовать в большинстве стран Европы XVIII–XIX веков. Такая интеграция (к которой восходит идея гражданского общества) обеспечивала некоторую, хотя бы базовую степень энтузиазма «низов» и их

³¹ Вторая индустриальная революция, связанная с развитием электротехники, происходила в конце XIX века.

³² Хикс Д. Теория экономической истории / Д. Хикс. – М.: НП «Журнал Вопросы Экономики», 2006. – С. 181–182.

поддержку инновационных начинаний. С этим связана популярность в конце XVIII – начале XIX века образа наиболее известного древнего города-государства – Рима.

Англии было необходимо копировать и смоделировать экономический строй Голландии (а точнее, создать свою жизнеспособную версию того, что было в Амстердаме, а веками раньше – в Венеции), хотя при этом не обязательно было копировать экономическую политику. Англии это удалось, и применяя такие же методы, как Венеция и Голландия, она добилась успеха, создав передовые для того времени промышленность и международную торговлю.

Процессы «протоиндустриализации» отмечались ещё в начале XVIII века в некоторых странах Европы – во Фландрии, Франции, Нидерландах, но наиболее они проявились в Англии (и современники говорили об англичанах как о «первой индустриальной нации»). Именно с Англией была связана первая индустриальная революция, основанная на развитии естественных наук XVI–XVII вв. В результате, с 1688 по 1801 г. в Англии доля аграрного сектора в ВВП снизилась с 40 до 32,5%, доля производства и строительства возросла с 21 до 23,6%, торговли и транспорта – с 12 до 17,5%, а Лондон с его большим портом и банками стал основным центром экономического роста.

В Англии первая индустриальная революция (начавшись с текстильной промышленности, потом охватив тяжёлую промышленность и уже после этого – транспорт) происходила примерно с 1780 по 1820 г.; во Франции – в первой половине XIX в., в немецких государствах и в Австрии – в середине XIX в., в России – в последней трети XIX в. Во Франции, где традиционной была ориентация на доходы от земельной ренты, а аристократия с предубеждением относилась к развитию промышленности, процессы индустриализации несколько задержались, так же как в Германии, Австро-Венгрии и России. В целом, страны континентальной Европы в начале XIX в. были технологически более отсталыми, а экспорт паровых машин и станков из Англии был строго запрещён до 1825 г. с целью сохранения технологического лидерства.

Основными предпосылками индустриальной революции в Англии были формирование правовой системы, эффективно защищающей частную собственность, соблюдение договорных обязательств, а также общий высокий уровень развития торговли и широкое применение наёмного труда. Признанное лидерство Англии в международной торговле, приносившей огромные

прибыли, а также вывоз капиталов из многочисленных английских колоний стали важными источниками накопления общего богатства.

Накопление капиталов способствовало индустриализации, хотя и не было решающим фактором. Испания в своё время также накопила огромное количество золота и серебра, вывезённого из Латинской Америки, но это не привело к активному экономическому развитию, поскольку само по себе накопление капитала без качественных перемен общественного строя не обеспечивает экономический рост. Вследствие отсутствия таких перемен в Испании вывозимые из колоний капиталы не только не вкладывались в производство, но и вызвали деиндустриализацию страны, надолго сделав невозможными какие-либо институциональные и технологические инновации. А некоторые скандинавские страны (например, Швеция) не имели колоний, однако это не помешало им войти в группу индустриально развитых.

Быстрый рост рынка ценных бумаг опирался на технологические достижения первой индустриальной революции. Создание парового двигателя привело к формированию разветвлённой транспортной инфраструктуры (строительство каналов и железных дорог). Это само по себе было важной инновацией, требовавшей значительных объёмов финансирования, что имело решающее значение для создания массового рынка акций.

Хотя в XIX веке процессы индустриализации постепенно охватили многие страны Европы, а также США, на протяжении всего столетия и до начала Первой мировой войны Англия оставалась признанным лидером как в развитии промышленности (недаром её называли в то время «фабрика мира»), так и в торговле. В 1870 г. объём промышленной продукции, произведённой в Англии, составлял более 30% общеевропейской, а с 1870 по 1914 г. объём производства в Англии вырос на 250%³³.

³³ Cameron R. A Concise Economic History of the World: From Paleolithic Times to the Present / R. Cameron, L. Neal. – Oxford: Oxford University Press, 2002. – P. 220.

Источники финансирования ранней индустриализации

В истории внедрения технологических инноваций во время промышленной революции в Великобритании постоянно возникает вопрос: почему именно Англия, а не Франция стала лидером индустриализации? И какова связь «финансовой революции» 1688 года с промышленной революцией? Преимущества Англии – и экономические, и технологические – перед Францией не были однозначными в начале XVIII века – тогда Англия ещё не стала технологическим лидером, а финансовым мировым центром был Амстердам³⁴.

Однако 1780 г. в Великобритании было около 150 крупных ткацких фабрик, во Франции – четыре небольших. Отличия стали совершенно очевидными. Причину этого следует искать в различной норме прибыли – 40% в Англии и 9% во Франции. Французские предприниматели ожидали прибыль от вложенного основного капитала на уровне 16–18%, реально же она была не более 15%. И лишь в 1810-е годы норма прибыли во Франции выросла до 34%³⁵.

В конечном счёте количество инноваций определяется не только предложением их творцов, но и спросом на новые технологии и продукты. Именно сложившееся в Великобритании благоприятное соотношение высоких доходов и низких цен на энергоносители и привело к тому, что в XVIII веке в ней появился реальный спрос на новые технологии, и этот спрос стал одной из причин технологических прорывов периода промышленной революции. Впрочем, в XVIII веке Англия была не единственной в мире страной высоких зарплат, но промышленная революция не произошла в других странах – не только из-за неразвитой каменноугольной

³⁴ По количеству населения Франция (19,2 млн в 1700 г., 24,6 млн в 1780 г.) превосходила Англию (6,9 млн в 1700 г. и 9,0 млн в 1780 г.). Рост промышленного производства во Франции составлял с 1700 по 1780 г. 454%, в Англии – 197%. Хотя Англия превосходила Францию по объёмам внешней торговли (9 и 22 млн фунтов во Франции, 13 и 23 – в Англии), это превосходство было незначительным (Crafts N. F. R. *Industrial Revolution in England and France: Some Thoughts on the Question «Why Was England First»* / N. F. R. Crafts // *The Economics of Industrial Revolution* / Ed. by J. Mokyr. – New York: Rowman & Littlefield Publishers, Inc. – P. 128).

³⁵ В США, в отличие от стран Европы, во время Промышленной революции оплата труда была почти такой же высокой, как в Великобритании, а энергия (уголь) – такой же дешёвой, и уже в конце XVIII в. британские технологические инновации начали быстро распространяться в США (Аллен Р. С. *Британская промышленная революция в глобальной картине мира* / Р. С. Аллен. – М.: Изд-во Института Гайдара, 2014. – С. 295, 305–306).

промышленности, но также из-за отсутствия предложений со стороны творцов технологических инноваций. Вероятно, помимо экономических факторов – высокой оплаты труда и низкой стоимости энергоносителей, – не менее важным обстоятельством был человеческий капитал эпохи Просвещения, более всего накопленный в Великобритании, где просвещение было прежде всего экономическим и технологическим.

По инновационному потенциалу Франция не уступала Англии, и в первой половине XVIII века французских патентов на новые изобретения было больше, чем в Англии³⁶. Но этот инновационный потенциал во Франции не получил необходимой финансовой поддержки и поэтому остался лишь потенциалом. В Англии совокупность таких факторов, как «финансовая революция», защита прав собственности и накопление капиталов, и благоприятные условия для инвестирования этих капиталов через быстро формировавшийся рынок ценных бумаг образовала своего рода «критическую массу», подтолкнувшую начало индустриальной революции, а во Франции такая критическая масса не сформировалась.

Распространено мнение, что индустриализация во Франции является не совсем удачной попыткой воспроизвести британскую модель промышленной революции (что определило некоторое отставание французской промышленности в начале XIX века), но такой подход является упрощённым. Хотя Франция действительно не приняла английский путь индустриализации, в конце XVIII века существовали тенденции к копированию английской модели. Однако политическая нестабильность и угроза революции делали невозможным применение этой модели и требовали поиска иной институциональной структуры с более директивным государственным регулированием.

Британские политические институты после «Славной революции» значительно отличались от системы власти в большинстве европейских стран – в Англии государственная власть была в значительной степени децентрализована. Центральные органы власти (кроме принятия политических решений) занимались преимущественно вопросами внешней торговли. Создание и развитие промышленных предприятий регулировалось локальными магистратами, и они в большинстве случаев гораздо меньше вмешивались в предпринимательскую деятельность, чем во Франции, Пруссии и

³⁶ Mathias P. Who Unbound Prometheus? Science and Technical Change, 1600–1800 / P. Mathias // Bulletin of Economic Research. – 1969. – Vol. 21. – P. 3–16.

других странах Европы. За счёт этого, а также обеспечения прав собственности, британская экономическая система в целом была более эффективной.

После «Славной революции» Англия стала частью мировой экономической системы, а её открытая экономика ориентировалась на международную торговлю, объём которой достигал в середине XVIII века 15% ВВП страны. Эта открытость процессам свободной торговли, перемещения капиталов, людей и идей сыграла значительную роль в восприимчивости к инновациям, которые могут зарождаться (или быть восприняты извне) только в толерантных открытых обществах. Неспособность же закрытых обществ к инновациям обычно становится причиной их упадка и гибели – причиной, очень часто так и не осознаваемой до последнего момента.

За счёт этого процессы индустриализации в Англии имели существенные отличия от других стран, касавшиеся не только темпов промышленного развития, но и организационной структуры промышленности, возникавшей в процессе индустриальной революции. На протяжении длительного времени британская экономическая система развивалась без существенных внешних влияний и вмешательства государства, что наложило отпечаток на всю её организационную структуру. В Англии экономическая система имела высокую степень интеграции (в отличие от Германии, где до второй половины XIX века экономическая система была фрагментированной), что позволяло не только находить финансовые ресурсы для создания новых промышленных предприятий, но и эффективно использовать технологические инновации, получая за счёт этого значительную прибыль.

Британский «интеллектуальный климат», сам «дух» индустриализации и культура предпринимательства значительно отличались от Франции и других стран. Но реальное влияние «интеллектуального климата» эпохи Просвещения на экономику зависело от того, насколько эти идеи могли реализовываться на практике. Основной предпосылкой такой реализации было наличие финансовой поддержки новых проектов, иначе говоря – наличие свободных финансовых ресурсов. За счёт длительного и устойчивого экономического роста в британской экономике была повышенная концентрация капиталов на финансовом рынке. Уровень сбережений увеличивался и начал превышать возможности для инвестирования этих сбережений в государственные ценные бумаги, что подталкивало потенциальных инвесторов к поиску новых направлений выгодного вложения капиталов.

Существуют различные оценки объёма инвестиций в развитие промышленности, но в целом он возрос почти в два раза: от 8% ВВП в 1761–1770 гг. до 14% в 1791–1800 гг. и оставался на таком уровне до середины XIX века³⁷. По мнению У. Ростоу, повышение уровня инвестиций до 10% и более является основной предпосылкой ускоренной индустриализации³⁸ и, вероятно, предпосылкой всякой технологической революции. В аграрных обществах доля инвестиций обычно не превышает 5% ВВП, но в Голландии, экономически наиболее передовой стране в конце XVII века, этот показатель достиг 11% (в Англии и Франции в это время он не превышал 4%)³⁹.

Капитал, инвестированный в промышленную революцию, поступал из трёх источников: частные инвестиции отдельных состоятельных представителей аристократии; британский финансовый рынок (представленный в это время банками, страховыми компаниями и рынком ценных бумаг); внутренние сбережения компаний. Объём частных инвестиций, вызванных миграцией капиталов из Амстердама и других финансовых центров континентальной Европы, мог быть достаточно большим, но размер этих инвестиций определить сложно и, вероятнее всего, не они сыграли решающую роль в промышленной революции.

Финансовый рынок, рынок ценных бумаг и, в целом, небанковский рынок кредитного капитала в XVIII веке не был развит. Британские банки не стали основным источником финансирования промышленности ни в XVIII веке, ни в XIX – они ориентировались на краткосрочное кредитование, их связи с промышленностью были слабы, и банки не ставили цели расширять эти связи. В XVIII веке основным источником финансирования ранней индустриализации были внутренние сбережения промышленных компаний. Поскольку «между английским банком, по существу обслуживавшим потребность бизнеса в краткосрочных капиталах, и банком, финансировавшим долгосрочные капиталовложения, была целая пропасть», английская индустриальная революция, как отмечает А.Гершенкрон, происходила «без сколько-нибудь существенного

³⁷ Mokyr J. The Industrial Revolution and the New Economic History / J. Mokyr // The Economics of Industrial Revolution / Ed. by J. Mokyr. – New York: Rowman & Littlefield Publishers, Inc. – P. 34.

³⁸ Rostow W. The Stages of Economic Growth: a non-communist manifesto / W. Rostow. – Cambridge: Cambridge University Press, 1960. – P. 8.

³⁹ Гайдар Е. Т. Современный экономический рост и стратегические проблемы развития России / Е. Т. Гайдар. – <http://www.hse.ru/ic5/17.pdf>.

использования банковского кредита» для долгосрочного инвестирования⁴⁰.

Несмотря на то, что в XVIII веке финансовый рынок был плохо организован (по сравнению с современным), создателей новой промышленности это не беспокоило, так как по сравнению с континентальной Европой британская промышленность была переполнена свободными капиталами. Этот переизбыток капитала возник на основе внутренних сбережений самих промышленных предприятий⁴¹. Переизбыток свободных финансовых ресурсов был весьма характерным для Англии, и Б. М. Ческидов относит британскую модель рынка ценных бумаг (так же, как США и Канаду) к «модели избыточного капитала»⁴².

Капиталы, накопленные вначале в колониальной торговле, а потом и в самой промышленности, дали возможность обойтись без каких-то особых институциональных новшеств для финансирования долгосрочных инвестиций в промышленность. К тому же в Англии была достаточно многочисленной и динамичной среда предпринимателей – носителей технологических инноваций и самого духа индустриальной революции.

Поэтому как во время индустриальной революции, так и в начале XIX века британская промышленность ориентировалась преимущественно на самофинансирование. И даже если при этом периодически использовались краткосрочные банковские кредиты для обеспечения текущих потребностей промышленных компаний, эти кредиты не играли существенной роли в финансировании индустриализации. В большинстве случаев английские банки не проявляли интереса к финансированию промышленности, а избыток свободных капиталов обеспечивался за счёт прибыли новых промышленных предприятий.

⁴⁰ Гершенкрон А. Экономическая отсталость в исторической перспективе / А. Гершенкрон. – <http://www.biblioclub.ru/book/46494/>. Подробнее о британских банках на ранних стадиях индустриализации см.: Cameron R. Banking in the Early Stages of Industrialization. A study in comparative economic history / R. Cameron. – New York: Oxford University Press, 1967. – P. 17, 41, 69.

⁴¹ Crouzet F. Capital Formation in Great Britain during Industrial Revolution / F. Crouzet // Capital Formation in the Industrial Revolution / Ed. by F. Crouzet. – London: Taylor & Francis, 1972. – P. 172, 187–188, 193.

⁴² Ческидов Б. М. Модели рынков ценных бумаг / Б. М. Ческидов. – СПб.: Питер, 2006. – С. 144–170. Как пример модели абсолютно недостаточного капитала Б. М. Ческидов рассматривает Италию, относительно недостаточного капитала – Германию, достаточного капитала – страны Скандинавии.

Так избыток свободных капиталов и стал основной причиной того, что именно в Англии, а не во Франции, возникла инновационная среда, способствовавшая не только проявлению технологических инноваций, но и обеспечивавшая их применение в промышленности. А когда такое применение успешно, оно приносит большие доходы, поддерживая уровень «переполненности» промышленности свободными капиталами. Переизбыток свободных капиталов, часть из которых охотно вкладывается в дальнейшее развитие технологических инноваций, всегда и везде был основным условием, собиравшим вместе не только талантливых учёных, изобретателей, инженеров, но и готовых применять эти изобретения предпринимателей. Технологическая креативность и способность к порождению инноваций, оказываясь в благоприятной в финансовом отношении инновационной среде, становилась основным «рычагом», двигающим экономический прогресс.

Так в Англии, наиболее динамично развивавшейся стране Европы, с конца XVIII века начался период ускоренного экономического роста, основанный на использовании технологических инноваций, в то время как соседние страны ещё находились на стадии стабильного, медленно меняющегося аграрного общества. Такой ускоренный экономический рост в странах континентальной Европы начался после окончания наполеоновских войн – в 1820-е годы.

Культура предпринимательства и дух эпохи

Технологические инновации и сам экономический прогресс порождаются духом предпринимательства – если, конечно, предприниматели адекватно реагируют на новые экономические, социально-политические и другие возможности эпохи. Поэтому не следует недооценивать влияние культурной среды, в которой находятся предприниматели – влияние *Zeitgeist*, духа времени и эпохи. Того духа, который, по словам Й. Шумпетера, «нельзя выразить в терминах единой системы... идей», поэтому *Zeitgeist* становится понятнее, «когда мы обращаемся к философским течениям рассматриваемого времени»⁴³. С духом эпохи связаны не только такие предпосылки, как роль системы ценностей протестантизма в разви-

⁴³ Шумпетер Й. А. История экономического анализа / Й. А. Шумпетер. – В 3 т. Т. 2. – СПб.: Экономическая школа, 2004. – С. 536.

тии капитализма, но и защита прав собственности и прав предпринимателя.

Эпоха Просвещения была связана с интеллектуальным движением, ориентировавшимся на замену религиозного мировоззрения рациональным. Это движение возникло не в Англии, хотя именно там идеалы эпохи просвещения с её безусловной верой в возможность непрерывного экономического и технологического прогресса оказали наибольшее влияние на экономику, создав особый интеллектуальный климат индустриализации, её идеологию и дух. Идеи свободной торговли Адама Смита, ставшие столь популярными в английском обществе, были экономическим воплощением настроений эпохи Просвещения, способствуя созданию на Британских островах «просвещённой экономики» – Enlightened Economy.

Среди английской правящей элиты XVIII в. было распространено убеждение, что политика меркантилизма (основанная на идее активного вмешательства государства в экономическую деятельность) и ограничения рыночных отношений вредны для основополагающего принципа свободной торговли – принципа, под влиянием идей Адама Смита занимавшего в то время лучшие умы. Эти ограничения постепенно ослабели, и были созданы наиболее благоприятные условия для предпринимательства и развития инноваций. По сравнению с такими странами континентальной Европы, как Франция или Пруссия, всевозможные обязательства перед государством были существенно меньшими, и Англия была в этом отношении гораздо ближе к идеалу либеральной экономики.

Каждая эпоха создаёт совокупность специфических институтов, норм и правил поведения в деловой среде, от которых зависит, в какое русло будет направлена креативная инновационная энергия предпринимательства, и насколько эта энергия сможет не только реализоваться, но и оказать конструктивное влияние на экономический рост. Институциональное развитие английского общества в XVIII веке было благоприятным для инноваций и предпринимательства и не менее значимыми, чем формальные правовые и политические условия, были неформальные факторы – стиль жизни, социальные нормы, преобладающие в обществе система ценностей и мировоззрение, в частности, элитарная идеология. Этому способствовала и вся британская система образования.

Существенным было и то обстоятельство, что в британском обществе того времени культивировалось базовое доверие между людьми своего социального круга, как и доверие к распространяе-

мой информации, что было важным условием для создания неформальных сетей предпринимательских связей. Соблюдение определённого кодекса поведения, принятого в своей социальной сети, становилось не менее важным, чем максимизация прибыли, а репутация имела повышенное значение, особенно в кредитно-финансовой сфере. Многочисленные добровольные организации, от научных сообществ и масонских лож до всевозможных клубов, способствовали созданию сети неформальных деловых связей между предпринимателями и усиливали отношения взаимного доверия. Самоорганизующиеся общества, а также практика использования приглашенных специалистов – экспертов, менеджеров, инженеров – были весьма распространены в то время, способствуя развитию предпринимательства.

Кто же был движущей силой промышленной революции? Если в начале XX в. многие считали, что главными действующими лицами промышленной революции были изобретатели-одиночки, то во второй половине XX в. на первое место ставили такие различные социальные и экономические факторы, как спрос на продукцию, оптимальные цены, появление новых институтов и т. п.

В действительности же ключевыми элементами промышленной революции были «не блестящие индивиды и не безликие силы», управляющие массами, а небольшая группа, несколько тысяч человек, «образовавшая творческое сообщество, основанное на обмене знаниями». Инженеры, механики, врачи и натурфилософы образовали это сообщество с целью облечения доступа к знаниям. Эти сообщества, в отличие от их отдельных членов, были незаменимы. Личные и неформальные контакты, на которых была основана работа этих творческих сообществ, происходили «в научных обществах, академиях, масонских ложах, на лекциях в кофейнях». Эти сообщества образовывали локальные сети неформальных связей для обмена информацией. В таких «невидимых колледжах» обмен информацией о технологических инновациях между взаимосвязанными участниками происходил по принципу сетевых структур⁴⁴.

⁴⁴ Всякое сообщество творцов технологических инноваций было и есть локальной сетью, неформальным «невидимым колледжем». Основной функцией такой сети является передача информации и обмен знаниями. Во время второй промышленной революции такие сети перестали быть невидимыми, и в 1860-е годы в Германии появились первые промышленные научные лаборатории (Мокир Дж. Дары Афины. Исторические истоки экономики знаний / Дж. Мокир. – М.: Изд. Института Гайдара, 2012. – С. 51, 92, 116). Формализация творческих интеллектуальных сообществ создавала рабочие места и превращала интеллектуальное творчество и научные ис-

В эпоху промышленной революции десять наиболее знаменитых британских изобретателей (Ньюкомен, Уатт, Аркрайт, Харгривс, Кромптон, Дерби, Корт, Веджвуд и Смитон) совершили ключевые технологические прорывы, заложив основу «британского прогресса». А Просвещение создало тот «интеллектуальный климат» эпохи, в котором стала возможной промышленная революция.

Патернализм, популярный в это время, побуждал многих разбогатевших предпринимателей заботиться о нуждах локальных сообществ, и они становились социальными реформаторами. В этом смысле отличительной чертой Викторианской эпохи было то, что предпринимательство основывалось на определённом консенсусе между богатыми инвесторами и квалифицированными специалистами – инженерами, изобретателями, учёными. Для изобретателя паровой машины Дж. Уатта таким инвестором и финансовым партнёром был М. Боултон, для изобретателя телеграфа Ч. Уитстона – У. Кук. Промышленник Мэтью Боултон – наиболее характерный пример такого сотрудничества. Будучи не только предпринимателем, но и учёным, увлекающимся химией, М. Боултон окружил себя талантливыми изобретателями, оказывая финансовую поддержку их исследований. Кроме Дж. Уатта, это были математик и врач Уильям Смолл, поэт и врач Эразм Дарвин (дед Чарльза Дарвина) и многие другие. За счёт такой поддержки в Англии начали формироваться центры теоретической и прикладной науки в Бирмингеме и Манчестере.

Сотрудничество Дж. Уатта и М. Боултона было наиболее известным, но далеко не единственным примером взаимодействия творцов технологических инноваций и предпринимателей, располагавших инвестиционным капиталом. Среди британских инженеров, успешно находивших инвестиционный капитал для воплощения в жизнь своих замыслов, можно назвать «отца железных до-

следования из призвания и увлечения в хорошо оплачиваемую профессиональную детальность. Но в то же время такая формализация оказалась не всегда благоприятной для самой инновационной среды, для духа научного поиска. Это хорошо показал опыт конца XX в. во время «компьютерной революции», как и опыт начала XXI в., когда сама возможность свободного поиска информации в Интернете стала ключевым моментом интеллектуальной и технологической креативности.

рог» Джорджа Стивенсона (George Stephenson, 1781–1848), первого «инженера-миллионера» Роберта Стивенсона (Robert Stephenson, 1803–1859), создателя металлургической промышленности Уильяма Фэйрберна (William Fairbairn, 1789–1874), железнодорожного инноватора Джозефа Локка (Joseph Locke, 1805–1860) и многих других. Всё это к началу XIX века обеспечило технологическое лидерство Великобритании не только в текстильной, но и в металлургической промышленности, помогая британскому доминированию в формирующейся глобальной экономике индустриальной эпохи.

«Джентльменский капитализм»

Последствия финансовой революции были отсрочены во времени и не всегда явными не только для современников, но и для многих исследователей XIX и XX веков. А между тем именно в событиях «Славной революции» и последовавшей за ней «финансовой революции» находится ключ к пониманию всей британской традиции бизнеса, в том числе и бизнеса финансового.

Когда после занятия престола Вильгельмом Оранским Англия стала вслед за Нидерландами не только парламентской республикой, но и протестантской страной (одной из немногих в то время), трудовая этика протестантизма начала формировать новый стиль британского предпринимательства. О связи протестантской этики с «духом капитализма» написано много начиная ещё с Макса Вебера, но здесь хочется остановиться на несколько ином аспекте «духа капитализма» в британской его версии.

В некотором смысле (именно в некотором) в протестантской стране предприниматели стали ощущать себя не просто конкурирующими субъектами бизнеса, готовыми на всё ради личной выгоды, но и членами протестантской общины. Тогда, в конце XVII века, это предполагало повышенное доверие предпринимателей друг к другу, определённый «кодекс чести». И хотя потом в истории британского бизнеса хватало и мошенничеств, и банкротств, обычных для предпринимательства, некая печать протестантской этики была на британском предпринимательстве изначально, создав к XIX веку образ британцев как нации предпринимателей («нации лавочников» – как пренебрежительно называли их гордые французы, с неприязнью относившиеся в протестантизму и его этике). Поэтому-то «в романоязычных странах для диалога мужских особей

среднего и пожилого возраста вполне хватает политики; иногда, в низших слоях общества, её заменяет спорт. А вот в разговорах приверженцев англосаксонских ценностей роль политики играют скорее экономика и финансы»⁴⁵.

В Викторианскую эпоху, когда капиталы инвестировались не только в политические институты, но и в социальное развитие общества, важное значение приобрели сложившиеся к тому времени этические нормы «предпринимателя-джентльмена». Менталитет джентльмена (в основе которого – верность взятым обязательствам и повышенное значение репутации) был свойственен не только родовой аристократии, относившейся к предпринимательской деятельности с пренебрежением. Во времена промышленной революции происхождение и древность рода уже не имели былого значения, а джентльменами начали считаться английские предприниматели и торговцы.

Образ «идеального джентльмена», отражающего жизненную философию зарождающегося британского среднего класса, можно найти ещё у Д. Дефо в его *The Complete English Gentleman* («Совершенный джентльмен»). Дефо принадлежит широко известный афоризм: «Джентльмен никоим образом не может зарабатывать себе на жизнь физическим трудом, поэтому он должен иметь определённые средства, которые зарабатываются трудом интеллектуальным»⁴⁶. Д. Дефо был также автором трактата «Совершенный торговец» (*The Complete English Tradesman*), основная идея которого состоит в том, что настоящий английский предприниматель и торговец – прежде всего джентльмен. Сама британская торговля создала джентльмена-предпринимателя, для чего необходимо было, чтобы сменилось несколько поколений⁴⁷, и за это время бизнесмен постепенно становился джентльменом. Для Д. Дефо была принципиальная разница между «джентльменом по рождению» и человеком, сделавшим себя джентльменом в процессе самовоспитания, и к этим его представлениям восходит столь важный в английской (а потом и американской) культуре бизнеса образ *self-made (gentle) man* – «человека, сделавшего самого себя».

С таким же позитивным пафосом XVIII века описывает образ джентльмена Ф. Честерфильд в «Письмах к сыну»: «У настоящего

⁴⁵ Уэльбек М. Карта и территория / М. Уэльбек. – М.: Астрель, 2012. – С. 22.

⁴⁶ Defoe D. *The Complete English Gentleman* (1890) / D. Defoe, K. D. Bülbring. – London: D. Nutt, 1890. – 295 p. – P. 3–11, 237.

⁴⁷ Defoe D. *The Complete English Tradesman* / D. Defoe. – <http://www.gutenberg.org/files/14444/14444-h/14444-h.htm>.

джентльмена должны быть *les manieres nobles* (благородные манеры) в самом малом, так же как и в самом большом»; «правила хорошего тона требуют... чтобы вежливость твоя была непринуждённой и свидетельствовала о том, что ты истинный джентльмен»; «всегда ли человек властен войти в хорошее общество... да, властен... если средства позволяют ему вести образ жизни джентльмена»⁴⁸.

Однако в восприятии писателей XIX века (например, Ч. Диккенса в «Приключениях Оливера Твиста») образ джентльмена был не всегда таким положительным. С одной стороны, для Ч. Диккенса джентльмен – человек, живущий нетрудовыми доходами, помещик или рантье, поэтому образ джентльмена у Диккенса часто имеет ироническую и сатирическую окраску⁴⁹. С другой стороны, понятие «джентльмен» встречается в диалогах героев Диккенса очень часто – в то время это было широко употребляемое слово, подобно русскому «господин», обычно лишённому какого-либо особого этического содержания. Столь же часто, как обыденное слово, понятие «джентльмен» употреблял и У. Теккерей, хотя у него образ джентльмена имеет более позитивную окраску⁵⁰.

В начале 1980-х годов Питер Кейн и Энтони Хопкинс из Бирмингемского университета предложили понятие «джентльменский капитализм»⁵¹. Истоки этой идеи можно обнаружить не только у Торстейна Веблена⁵² в его «Теории праздного класса», но и у Джеймса Харрингтона в трактате *Oceana* (1656)⁵³. Как считают П. Кейн и Э. Хопкинс, сформировавшаяся в XVIII веке культура

⁴⁸ Честерфилд Ф. Письма к сыну / Ф. Честерфилд. – <http://lib.ru/FILOSOF/CHESTERFILD/letters.txt>.

⁴⁹ «Обходительный джентльмен в красном мундире, который... купил право командовать двумя-тремя тысячами человек»; «во главе стола восседал в кресле, более высоком, чем остальные, чрезвычайно толстый джентльмен с круглой красной физиономией...» и т. п. (Диккенс Ч. Приключения Оливера Твиста / Ч. Диккенс. – <http://lib.ru/INPROZ/DICKENS/oliver.txt>).

⁵⁰ «Джентльмены не читают чужих писем», «не по-джентльменски», «слово джентльмена», «джентльмена из хорошего старинного английского рода» и т. п. (Теккерей У. Ярмарка тщеславия / У. Теккерей. – <http://lib.ru/INPROZ/TEKKEREJ/fairy.txt>).

⁵¹ Cain P. J. Gentlemanly Capitalism and British Expansion Overseas / P. J. Cain, A. G. Hopkins // *Economic History Review*. – 1986. – Vol. XXXIX, № 4. – P. 504–505, 507, 509, 525.

⁵² Veblen T. The Theory of the Leisure Class: An Economic Study of Institutions / T. Veblen. – London: Wiley, 1926. – P. 37–38 (reprint – London: Forgotten Books, 1965. – 400 p.).

⁵³ Harrington J. The Model of Commonwealth of Oceana (1656) / J. Harrington // *The Political Works of James Harrington* [Ed. J. Pocock]. – Cambridge: Cambridge University Press, 1977. – P. 257–262.

«джентльменского капитализма» стала тем «социальным капиталом», который лёг в основу всего периода британского экономического и финансового лидерства. Особенностью «джентльменского капитализма» является повышенное значение этических норм, входящих к обычаям старой английской земельной аристократии и к системе ценностей протестантизма.

По мере формирования в Англии сервисного сектора экономики во второй половине XIX века джентльменский капитализм постепенно утрачивал связь со старыми аристократическими традициями, связанными с классической колониальной эпохой, и приобретал новые формы, соответствующие эпохе свободной торговли и финансовой глобализации. В сфере финансовых услуг «джентльменский капитализм» проявлялся не только в повышенном значении этических норм в деловых операциях, но и в общей «клубной атмосфере» разветвлённой сети небольших финансовых компаний, многие из которых были семейным бизнесом, – атмосфере, обычной для лондонского Сити. Каждая из таких компаний имела свой персонализированный деловой стиль, который тщательно культивировался, как и общая социальная сеть связей между такими компаниями.

Идеи «джентльменского капитализма» П. Кейн и Э. Хопкинс более полно развили в работе «Британский империализм» (2002). По их мнению, сформировавшийся в Англии «джентльменский капитализм» был важной частью «британского либерального экономического миропорядка». Для менталитета «джентльменского капитализма» получение доходов от предпринимательской деятельности было признаком дурного тона, поскольку ограничивало личную свободу «джентльмена-капиталиста» и не давало возможности принимать участие в светской жизни столицы⁵⁴ – как сказали бы сегодня, в «гламурных тусовках». А образ жизни капиталиста-промышленника для британского «капиталиста-джентльмена» был совершенно не гламурным. Промышленники никогда не оказывали значительного влияния на британскую экономическую политику несмотря на то, что именно Англия стала первой индустриальной страной.

Не только производственная деятельность, но и работа непосредственно за деньги воспринимались «джентльменами-капиталистами» как зависимость, несвобода и признак ограничен-

⁵⁴ Cain P. J. British Imperialism / P. J. Cain, A. G. Hopkins. – London: Pearson Education, 2002. – P. 8, 16, 51, 84, 114, 131, 216.

ности. Иное дело – сфера финансовых услуг, далёкая от приземлённого мира производства, дающая возможность накапливать богатство таким образом, чтобы это не противоречило «джентльменскому образу жизни». И когда за счёт колониальной экспансии Лондон стал центром охватившей весь мир сети торговых и финансовых связей, финансисты из лондонского Сити, получавшие доход от управления капиталом и финансовых услуг, стали реальным воплощением «капиталистов-джентльменов». Поэтому, как считают П. Кейн и Э. Хопкинс, «джентльменский капитализм» всегда был заинтересован в колониальной экспансии и расширении границ Британской империи⁵⁵.

Рассуждения П. Кейна и Э. Хопкинса о «джентльменском капитализме» некоторыми британскими авторами были восприняты критически, как попытки романтизации британского империализма. Так же критически были восприняты и попытки использовать идеи Д. Гобсона. В частности, с критикой идеи «джентльменского капитализма» выступил в 1996 году Уилл Хаттон⁵⁶. Действительно, сам Д. Гобсон, видимо, не придавал особого значения мыслям о формировании в Англии сервисной экономики и в своей основной работе «Империализм» не упоминал об этом. Но иногда для восприятия новых идей необходимо время – в «Кембриджской экономической истории современной Европы», изданной в 2010 году, идеям П. Кейна и Э. Хопкинса о «джентльменском капитализме» даётся позитивная оценка⁵⁷, как и в некоторых других исследованиях⁵⁸.

Существовал ли «джентльменский капитализм» на самом деле, или это один из мифов? По мнению автора этих строк, П. Кейн и Э. Хопкинс действительно слишком оптимистично описывают отношение к проблеме социальной и этической ответственности бизнеса (говоря современным языком). Но отрицать такие тенденции в британском обществе XIX века тоже нет оснований. Вероятно, истина находится посередине, как и в общем понимании сути эпохи *Rex Britannica*. С одной стороны, в эту эпоху происходило возрастание доступности мира и стирание границ во время британ-

⁵⁵ Cain P. J. *British Imperialism* / P. J. Cain, A. G. Hopkins. – London: Pearson Education, 2002. – P. 4–5.

⁵⁶ Hutton W. *The State We're In* / W. Hutton. – London: Jonathan Cape, 1995. – P. XX.

⁵⁷ Daudin G. *Globalization, 1870–1914* / G. Daudin, M. Morys, K. O'Rourke // *The Cambridge Economic History of Modern Europe*. 2 Vols. – Vol. 2. 1870 to the present. – Cambridge: Cambridge University Press, 2010. – P. 25.

⁵⁸ Лал Д. *Похвала империи. Глобализация и порядок* / Д. Лал. – М.: Новое издательство, 2010. – С. 93–98.

ского периода глобализации, а Британская империя обеспечивала новую степень синтеза различных культур, традиций и стилей жизни, а с другой – это действительно была весьма прагматичная колониальная экспансия британского империализма.

В истории финансовых услуг и рынков ценных бумаг важное значение имеет интеллектуальная атмосфера эпохи, «дух времени», поскольку этот дух оказывает влияние на возникновение инноваций. Историю британской колониальной экспансии вполне можно объяснить прозаическими мотивами и без идей «джентльменского капитализма». Но для понимания эволюции финансовых и технологических инноваций в английском обществе XIX века идеи «джентльменского капитализма» столь же важны, как и высказанные Биллом Гейтсом в начале XXI века идеи «креативного капитализма» важны для понимания современной эпохи и её инноваций.

Идея «джентльменского капитализма» продолжает существовать в других формах и под другим названием – так, у С. Дэйвиса в его описании «гражданской экономики» (civil economy), являющейся экономическим воплощением гражданского общества, идеи «джентльменского капитализма» принимают форму социальной ответственности, за соблюдением которой наблюдают различные общественные организации⁵⁹.

И даже если считать идеи «джентльменского капитализма» чрезмерно оптимистичными, а сам образ «предпринимателя-джентльмена» приукрашенным, трудно отрицать тот факт, что эти настроения в британском обществе оказали влияние на стиль бизнеса и развитие английской экономики в целом.

Индивидуальные инвесторы и рантье

В 1882 году в Париже был опубликован фантастический роман Альберта Робиды «Двадцатый век» (Robida A. Le Vingtieme Siecle), ставший воплощением коллективной мечты эпохи рантье. Один из главных героев, преуспевший парижский банкир Понто, хочет удалиться от дел, оставив два банка, один в Париже, а другой в Нью-Йорке своим дочерям, и жить на ренту в своё удовольствие – основать в Океании, на Таити, утопическое государство Helenia,

⁵⁹ Davis S. Civil Society and Civil Economy / S. Davis. – www.cipe.org/pdf/publications/fs/FS_Stephen_Davis.pdf.

названное так в честь его жены, вынашивавшей планы создать там феминистическую республику⁶⁰.

Вера в то, что финансовые операции с ценными бумагами могут дать возможность вести беззаботную и безбедную жизнь, была в то время во Франции настолько сильной, что мечта о жизни рантье увлекала многих, порождая самые невероятные фантазии и проекты, вроде описанных в романе «Двадцатый век». Так сформировалась целая «культура рантье». Отзвуки памяти о парижских «рантьерах» начала XX века можно видеть даже в стихотворении Д. Самойлова (1920–1990), написанном в 1958 г.: «Рано утром приходят в скверы / Одинокие злые старухи, / И скучающие рантьеры / На скамейках читают газеты»⁶¹. Однако нельзя забывать и того, чем закончилась во Франции эпоха рантье – Belle Époque, «Прекрасная эпоха», как её тогда называли. А закончилась она аннулированием после революции в России всех долгов Российской империи, в том числе и по государственным облигациям, что привело к огромным убыткам индивидуальных инвесторов во Франции.

Настроения, характерные для «культуры рантье», не раз возникали в обществе в периоды экономического подъёма и благополучия, когда жизнь казалась беззаботной, завтрашний день – надёжным и стабильным, а весь мир – легко доступным. И в этом нет ничего странного – мечта о возможности «жить в своё удовольствие» не только неистребима, но и неотделима от самой природы человека.

Дж. М. Кейнс считал, что ликвидация рантье приведёт к исчезновению «отталкивающих» сторон капитализма – «эвтанизация рантье как нефункционирующего инвестора не будет внезапной, а явится постепенным и длительным продолжением процесса, наблюдаемого в последнее время в Великобритании»⁶². Вероятно, эти слова были сказаны им в 1936 году под влиянием длительной рецессии 1930-х годов и усиления государственного регулирования. Дальнейшая история показала, что когда рецессия заканчивается и начинается очередной бум, прослойка рантье снова активизируется. Поэтому говорить об эвтанизации – безболезненном отмирании – рантье нет никаких оснований.

⁶⁰ Robida A. The twentieth century / A. Robida. – Middletown: Wesleyan University Press, 2004. – P. LI–LIII.

⁶¹ Самойлов Д. Белые стихи (Рембо в Париже). – <http://poetrylibrary.ru/stixiya/rano-utrom-prixodyat.html>.

⁶² Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / Дж. М. Кейнс. – М.: Прогресс, 1978. – 496 с.

В 2000 г., когда ещё продолжался экономический подъём 1990-х, в Америке была популярна книга Дэвида Брукса *Bobos in Paradise*, в которой он описывал образ *Latte town*⁶³ – города, населённого преимущественно современными рантье, живущими, как и раньше, за счёт операций с ценными бумагами и деятельности в сфере финансовых услуг, живущими безмятежно и легко, проводящими время на тенистых бульварах за чашкой кофе латте. И хотя книга Д. Брукса мало чем похожа на «Двадцатый век» А. Робинсона, их объединяет *rentier dream* – утопическая мечта о возможности жить в своё удовольствие за счёт рынка ценных бумаг.

Существует мнение, что рантье существовали ещё в Древнем Риме⁶⁴, а в Венеции был достаточно развит «класс... очень богатых рантье»⁶⁵. Однако особая прослойка общества – индивидуальные инвесторы, получавшие доход от ценных бумаг, – начала зарождаться в Амстердаме в XVII веке, когда в Нидерландах было 65 тысяч индивидуальных инвесторов, вкладывавших сбережения в государственные облигации и другие ценные бумаги. Во Франции их стали называть «рантье», а в России – «рантьеры» (фр. *rentier*, от *rente* – доход от ценных бумаг). К «рантьерам» весьма негативно относились публицисты XIX века, считавшие, что рантье, не занятые никаким полезным трудом, паразитируют на производственной и экономической системе общества.

Понятия «рантье» и «индивидуальные инвесторы» по своему смыслу близки, но не тождественны. «Рантье» стало общеупотребительным в индустриальную эпоху названием социальной группы, живущей только на доходы от недвижимости или капитала (в том числе – от облигаций и других ценных бумаг). «Индивидуальные инвесторы» (само понятие появилось лишь во второй половине XX в.) вкладывают свои финансовые ресурсы (чаще всего – сбережения) в ценные бумаги, но не позиционируют себя как живущих только на эти доходы. В большинстве случаев, кроме вложений в ценные бумаги, индивидуальные инвесторы занимаются иными видами деятельности.

Первоначально к слою рантье относились богатые землевладельцы, живущие на доходы от своих имений и не занятые ника-

⁶³ Brooks D. *Bobos in Paradise: The New Upper Class and How They Got There* / Brooks D. – N. Y.: Thorndike Press, 2001. – 404 p.

⁶⁴ Ростовцев М. И. Капитализм и народное хозяйство в древнем мире / М. И. Ростовцев // Русская мысль. – 1900. – № 3. – С. 195–217.

⁶⁵ Зомбарт В. Любовь, роскошь и капитализм / В. Зомбарт. – <http://fondint.narod.ru/bibl/alf/08z/01/zombart/zombart.html>.

ким трудом, представители аристократии, политической и финансовой элиты. Больше всего первых рантье было в крупных городах – Амстердаме, Лондоне, Париже. В начале XIX века в моду вошло жить на доходы от государственных облигаций, особенно во Франции.

Границы социальной прослойки рантье были не вполне отчётливыми. Иногда в неё включали лиц, живущих только на ренту, – это были рантье в узком понимании (но к ним обычно относили и домовладельцев, сдававших в аренду недвижимость, и тех, кто жил на проценты от банковских вкладов). Временами к рантье относили лиц, получавших лишь дополнительные доходы от ценных бумаг – таких было значительно больше. Это и были индивидуальные инвесторы в современном понимании.

С началом формирования среднего класса социальный состав рантье стал расширяться. Увеличение количества индивидуальных инвесторов стало отражением важной тенденции – демократизации рынка ценных бумаг и всей сферы финансовых услуг. Но в XIX веке эта демократизация (по своей сущности связанная с процессами формирования гражданского общества) ещё не имела таких масштабов, как в конце XX века. Несмотря на это социальная группа, живущая на доходы от ценных бумаг, создала особую «культуру рантье». Количество рантье увеличивалось во время экономических подъёмов и сокращалось в периоды кризисов и спадов в экономике.

В Англии в 1760 году, в начале правления короля Георга III, было 17 тысяч индивидуальных владельцев ценных бумаг – преимущественно государственных облигаций⁶⁶. Эти инвесторы (в основном из Сити, финансового центра Лондона) были достаточно состоятельными. В 1804 г. общее количество держателей государственных облигаций в Великобритании составляло 237,2 тыс. (2,5% населения), они получили по ним 17,9 млн фунтов прибыли. Максимальным количеством держателей облигаций было в 1815 г. – 267 тыс. (2,4% населения), они получили доход 25,6%⁶⁷. Большинство из них были мелкими индивидуальными инвесторами, годовой доход которых не превышал 200 фунтов. Около 20% получаемой прибыли инвесторы обычно вкладывали в дальнейшую покупку государственных облигаций.

⁶⁶ Ческидов Б. М. Развитие банковских операций с ценными бумагами / Б. М. Ческидов. – М.: Финансы и статистика, 1997. – С. 48.

⁶⁷ Ferguson N. Cash Nexus. Money and Power in the Modern World, 1800–2000 / N. Ferguson. – New York: Basic Books, 2001. – P. 192–198, 202.

Окончательно сформировавшись в 1820-е годы, группа индивидуальных инвесторов переживала свой триумф в 1830-е – дефолты после кризиса 1825–1826 гг. были редки, а благодаря золотому стандарту доходы рантье от государственных облигаций стали стабильными. Но возможность получать заметные прибыли от этого бизнеса имели в большинстве случаев только представители финансовой и политической элиты.

Поскольку прибыльность британских государственных облигаций постепенно снижалась, стало уменьшаться и количество их держателей – до 232 тыс. в 1822 г. (1,9% населения, получен доход 28,4%), 219 тыс. в 1850 г. (1,2% населения, доход 24,2%), 180,4 тыс. в 1870 г. (0,8% населения, доход 22,4%). С падением прибыльности британских облигаций интересы рантье переместились на другие, более доходные бумаги – облигации, а затем акции железнодорожных компаний⁶⁸. Во второй половине XIX века, когда поток новых акций устремился на британский рынок ценных бумаг и на биржи, он окончательно оттеснил государственные облигации⁶⁹.

По мере формирования среднего класса социальный состав рантье начал расширяться. Во второй половине XIX века переизбыток свободных финансовых ресурсов в Англии привёл к расцвету «культуры рантье», в дальнейшем в значительной мере обеспечивавшей финансовую поддержку литературно-художественной модернистской среды начала XX века. Английская «культура рантье» была связана с менталитетом «джентльменского капитализма». У британских «капиталистов-джентльменов» было принято получать доход от деятельности, не связанной с производством, поэтому их так привлекала не только сфера финансовых услуг, но и жизненная философия рантье.

По некоторым данным, в 1870 г. было около 170 тыс. рантье (преимущественно женщин), а в 1911 г. их было 348,144 тыс. – 0,82% населения (42,5 млн чел. в начале XX века)⁷⁰. Но эти данные, вероятно, относятся к лицам, жившим только на ренту и не имев-

⁶⁸ Мода на рантье неожиданно вернулась в Лондоне начала XXI века, где поселилось много богатых выходцев из других стран, в том числе с Ближнего Востока, из Индии и России (Krugman P. Return of the rentier city / P. Krugman. – <http://krugman.blogs.nytimes.com/2007/10/05/return-of-the-rentier-city/>.)

⁶⁹ В начале XX в. эти облигации приобретали в основном институциональные инвесторы, преимущественно страховые компании, владевшие в 1924 г. 5,5% всего объёма выпущенных государственных облигаций.

⁷⁰ Woodmansee M. The new economic criticism: studies at the intersection of literature and economics / M. Woodmansee, M. Osteen. – N. Y.: Routledge, 1999. – P. 287.

шим других доходов. По данным Лондонской биржи, в 1910 г. в Англии было 4,8 млн владельцев ценных бумаг, получавших от них доход (индивидуальных инвесторов в современном понимании) – 10,6% населения⁷¹, и по этому показателю Англия занимала в мире первое место. «Как многочислен класс рантье в Англии! По мере роста класса рантье растёт также и класс людей, ссужающих капитал, ибо это одни и те же люди», – отмечал К. Маркс в «Капитале»⁷².

Всего же в мире к началу XX века ценными бумагами владели около 20 млн индивидуальных инвесторов, из них 24% английских, 21% американских, 18% французских, 16% немецких, 5% российских, 4% австро-венгерских, 2% итальянских, 2% японских, 8% из других стран. Наибольший процент индивидуальных инвесторов был в Англии (10,6%), затем шли Франция (9,17%), США (5,53%), Германия (5,28%), Австро-Венгрия (1,5%), Италия (1,1%), Япония (0,79%), Россия (0,58%)⁷³.

В Англии «культура рантье» была наиболее развитой, что отражало зрелость британской экономики, хотя по темпам экономического роста Англия уже не была лидером – в 1870–1913 гг. средние темпы роста ВВП на душу населения составляли 1,81% в США; 1,63% в Германии; 1,45% во Франции; 1,25% в Италии; 1,01% в Англии; 0,88% в России.

Во Франции, где возникло само понятие «рантье», обычай жить на доходы от ценных бумаг также был весьма распространён. Первые рантье появились в крупных французских городах ещё в XVII в., и вскоре они составляли уже вполне заметную социальную группу. В 1638 и 1639 гг. выплата рент была временно отменена, многих рантье ждало неминуемое разорение. В Париже, Руане и других городах начались протесты среди рантье, критиковавших правительство. Особенно много рантье появилось во времена Людовика XIV, когда выпуск процентных бумаг приобрел массовый характер, а проекты Джона Ло ещё больше способствовали увеличению этого социального слоя.

⁷¹ Michie R. The London Stock Exchange / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2004. – Р. 4.

⁷² Маркс К. Капитал. Т. 3. Гл. 22. / К. Маркс. – <http://www.esperanto.mv.ru/Marksismo/Kapital3/kapital3-22.html>.

⁷³ Подробнее вопрос о количестве индивидуальных инвесторов рассматривается далее, в главе 4.1 (см. таблицу 4.1.4).

Количество рантье во Франции выросло с 0,824 млн в 1850 г. до 4,6 млн в 1901 г.⁷⁴ – 11,7% населения, составлявшего в то время 39,3 млн чел.⁷⁵ «Здесь у каждого мечта – стать рантье»⁷⁶. Напомним, что, по данным Лондонской биржи, владельцев ценных бумаг во Франции было 9,17% населения. «Купившему облигации на 100 франков обещают, что он заработает на них 200 франков в будущем году. И публика несёт последние гроши... Всё это произошло благодаря... рекламе. В стране есть такие люди, которые называются рантье. Часто это старик со старухой, которые, скопив небольшой капитал, сидят на солнышке, делать ничего не делают, не работают, а всё думают, как бы, не работая, нажиться»⁷⁷.

Образ рантье нередко встречается во французской литературе XIX века – например, супруги Мазель в романе Э. Золя «Труд». «Обеспеченное от всяких случайностей состояние давало этим рантье превосходство над трудящимися, над чиновниками с их скудным жалованьем и даже над самими капиталистами-миллионерами, вечно стоящими перед угрозой катастрофы»⁷⁸.

Прослойка рантье особенно расширилась во Франции в конце XIX века, когда после политического и экономического сближения с Россией для различных слоёв общества общепринятым стало жить на проценты от вложения сбережений в стабильные и прибыльные российские государственные облигации, наиболее распространённые во Франции. Из общего количества рантье (в среднем, с учётом различных данных, 10%) мелких было около 2 млн (примерно 5%)⁷⁹.

В США в 1900 г. среди «богатой части общества» количество рантье достигало 14%, в 1950 г. – 26%⁸⁰, хотя эти цифры вряд ли можно считать информативными, не зная численности «богатой

⁷⁴ Bonney R. The Apogee and Fall of French Rentier Regime / R. Bonney // Paying for the liberal state: the rise of public finance in nineteenth-century Europe [Ed. Cardoso J., Lains P.]. – Cambridge: Cambridge University Press, 2010. – P. 97.

⁷⁵ Данные о Франции: Мендельсон Л. А. Теория и история экономических кризисов и циклов. В 3 т. Т. 2. – М.: Изд-во социально-политич. литературы, 1959 / Л. А. Мендельсон. – С. 568.

⁷⁶ Железняк В. Последние годы Фёдора Достоевского / В. Железняк. – Архангельск: Северо-Западное книжное изд-во, 1983. – С. 39.

⁷⁷ Бабель И. Конармия. Одесские рассказы. Пьесы. Статьи. Письма / И. Бабель. – Иркутск: Восточно-Сибирское кн. изд-во, 1991. – С. 368.

⁷⁸ Золя Э. Труд / Э. Золя. – http://lib.ru/INPROZ/ZOLYA/zola18_1.txt.

⁷⁹ Антюхина-Московченко В. И. История Франции, 1870–1918 / В. И. Антюхина-Московченко. – М.: Изд-во Ин-та международных отношений, 1963. – С. 566.

⁸⁰ Дворкин И. Н. Критика экономических теорий правых социалистов / И. Н. Дворкин. – М.: Изд-во Высшей партийной школы, 1959. – С. 343.

части общества» в понимании данного автора. Владельцев ценных бумаг, по данным Лондонской биржи, в США было в 1913 году 5,53% от общего количества населения.

В Российской империи культура рантье была развита гораздо меньше, чем в таких странах, как Англия или Франция, что отмечал ещё И. Ф. Гиндин⁸¹. Неразвитость слоя рантье в России «прежде всего была связана с огромной ролью государства в истории русского кредита». В течение многих десятилетий вплоть до 1860-х «Россия знала только казённые банки»⁸².

В начале XX века в кафе и ресторанах по разным городам великой империи нередко можно было встретить представителей социального слоя рантье. Часто это были помещики, заложившие свои владения и выгодно поместившие капитал под проценты. Хотя были среди рантье не только помещики, а представители разных слоев общества. Объединяло этих людей с разными судьбами то, что они жили на проценты – прибыль от ценных бумаг или от аренды недвижимости. «Это богатые рантьеры, ничего не делающие. Многие из них одеты по последней моде», а среди стариков «попадают удивительно красивые благообразные лица»⁸³.

Но мечта о жизни рантье и в Российской империи увлекала многих, задумывавшихся о возможности «жизни рантье, об эмиграции из России». «Уедем в Швецию. Купим нобелевские акции, жить будем этакими рантье, никаких тревог»⁸⁴. Образ рантье был привлекательным – один из путешественников по странам Азии писал в 1904 г.: «в этой далекой стране вовсе нет борьбы за существование, точно все жители её – рантьеры, безмятежно живущие доходами со своих капиталов, и точно они занимаются торговлей только между прочим, для развлечения»⁸⁵. А «свободные американские граждане, богатые рантьеры, живущие в элегантных кварталах Нью-Йорка»⁸⁶ также были примером для «рантьеров» российских.

⁸¹ Гиндин И. Ф. Русские коммерческие банки. Из истории финансового капитала в России / И. Ф. Гиндин. – М.: Госфиниздат, 1948. – С. 253.

⁸² Тяжельникова В. С. Рынок и реформы в России: исторические и теоретические предпосылки / В. С. Тяжельникова. – М.: Мосгорархив, 1995. – С. 84.

⁸³ Книжки восхода. Том 24. Выпуск 8. – СПб.: Типо-литография Ц. Крайз, 1904. – С. 168.

⁸⁴ Морозов С. Дед умер молодым: документальная повесть / С. Морозов. – М.: Сов. писатель, 1988. – С. 171, 173.

⁸⁵ Крубер А. А. Азия: иллюстрированный географический сборник / А. А. Крубер. – СПб.: Тип. Тов. И. Н. Кушнерев, 1904. – С. 28. – 548 с.

⁸⁶ Русский вестник. – 1895. – Т. 239. Вып. 2. – С. 308

Хотя многие считали, что рантье являются лицами без определённых занятий и «составляют в некотором смысле временное и как бы случайное явление пережитка, долженствующее постепенно исчезать»⁸⁷, современникам казалось, что их очень много и становится всё больше и больше. Эти «всё более и более цивилизующиеся российские рантьееры со следами недавних мозолей на руках»⁸⁸ были выходцами из самых различных социальных слоёв. Встречались они даже среди рабочих. «Рабочие-рантьееры живут обыкновенно по деревням», где «сами работают на огороде». Эти рабочие считались самыми бережливыми, однако «в среде этих-то самых бережливых рабочих и рантьееров очень часто встречаются алкоголики, жертвы своей собственной бережливости»⁸⁹.

К концу XIX века «рантьееры и капиталисты переживают кризис: увеличение народного богатства сокращает доходность частного богатства. Вот еще одно различие между новою движимою собственностью и прежнему поземельною»⁹⁰. Однако «нет основания думать, что в эпохи промышленного упадка рантьееры разного рода обращают в денежный капитал меньшую долю своего дохода, чем в эпохи промышленного оживления»⁹¹.

Больше всего рантье было в Петербурге и Москве, где немало дворян жили за счёт ренты. В Москве в 1882 г. было 1600 рантье среди купцов, 889 – крестьянского происхождения⁹², хотя даже и в крупных городах «лишь незначительная часть капиталистов (главным образом, жёны владельцев фирм) может быть отнесена к рантье»⁹³.

По данным переписи 1897 г., всего в Российской империи было 328 513 человек, живущих на доходы «с капитала и недвижимого имущества», что составляло 0,26% населения (125,64 млн чел. в 1897 г.). Распределение рантье в основных финансовых центрах (городах с фондовыми биржами) было различным. В Петер-

⁸⁷ Менделеев Д. И. К познанию России / Д. И. Менделеев. – СПб.: Изд. А. Суворина 1907. – С. 65.

⁸⁸ Образование. Журнал литературный и общественно-политический. – 1907. – Том 16. – Выпуски 7–9. – С. 115.

⁸⁹ Русское обозрение. – 1896. – Т. 7. – С. 448.

⁹⁰ Восход. – 1894. – Т. 14. – Вып. 7–9. – С. 133.

⁹¹ Туган-Барановский М. И. Избранное: периодические промышленные кризисы ; история английских кризисов ; общая теория кризисов / М. И. Туган-Барановский. – М.: «Наука», 1997. – С. 321.

⁹² Лаверычев В. Я. Крупная буржуазия в пореформенной России (1861–1900) / В. Я. Лаверычев. – М.: Мысль, 1974. – С. 69.

⁹³ Петров Ю. А. Московская буржуазия в начале XX века: предпринимательство и политика / Ю. А. Петров. – М.: Изд-во «Мосгоррахив», 2002. – С. 65.

бурге (с населением в 1897 г. 1 264 900 человек) рантье было 45 503 чел. (3,6% населения)⁹⁴; в Москве (с населением 1 038 600 чел.) – 26 148 (0,3% населения)⁹⁵; в Одессе (с населением 403 800 чел.) – 6543 (0,2%)⁹⁶; в Киеве (с населением 247 700 чел.) – 19 448 (7,8%)⁹⁷; в Харькове (с населением 174 000 чел.) – 5610 (3,2%)⁹⁸. При этом владельцы ценных бумаг, по данным Лондонской биржи, в России в 1913 году было около 1 млн⁹⁹, что составляло 0,58% населения страны (171 млн в 1913 г.).

Для окраин России (по данным 1923 г.) доля рантье в структуре населения городов была невелика: на Северном Кавказе – 2,4%, на Дальнем Востоке – 3,2%, в городах Средней Азии – 0,4%. При этом среди рантье в этих регионах преобладали (около 90%) владельцы недвижимости, сдающие её в аренду¹⁰⁰, а доля владельцев ценных бумаг, живущих на доход от них, было гораздо меньше.

Отношение в обществе к рантье в XIX веке было преимущественно негативным. «Рантье... существо человекообразное... млекопитающее, отряд парижан, семейство акционеро-племянников», – написал Оноре де Бальзак в очерке «Монография о рантье», опубликованном в 1840 г. Бальзак считал, что «римлянам, грекам, египтянам и персам совершенно было неизвестно то вели-

⁹⁴ Первая Всеобщая перепись населения Российской империи 1897 г. / под ред. [и с предисл.] Н. А. Тройницкого. Город С.-Петербург. Тетр. 2. – [Санкт-Петербург]: издание Центрального статистического комитета Министерства внутренних дел, 1903. – С. 206.

⁹⁵ Первая Всеобщая перепись населения Российской империи 1897 г. / под ред. [и с предисл.] Н. А. Тройницкого. XXIV. Московская губерния. – [Санкт-Петербург]: издание Центрального статистического комитета Министерства внутренних дел, 1905. – С. 185.

⁹⁶ Первая Всеобщая перепись населения Российской империи 1897 г. / под ред. [и с предисл.] Н. А. Тройницкого. XLVII. Город Одесса. – [Санкт-Петербург]: Издание Центрального статистического комитета Министерства внутренних дел, 1904. – С. 132–133.

⁹⁷ Первая Всеобщая перепись населения Российской империи 1897 г. / под ред. [и с предисл.] Н. А. Тройницкого. XVI. Киевская губерния. – [Санкт-Петербург]: Издание Центрального статистического комитета Министерства внутренних дел, 1904. – С. 171.

⁹⁸ Первая Всеобщая перепись населения Российской империи 1897 г. / под ред. [и с предисл.] Н. А. Тройницкого. XLVI. Харьковская губерния. – [Санкт-Петербург]: Издание Центрального статистического комитета Министерства внутренних дел, 1905. – С. 181.

⁹⁹ Michie R. The London Stock Exchange / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2004. – P. 4.

¹⁰⁰ Жиромская В. Б. После революционных бурь: население России в первой половине 20-х годов / В. Б. Жиромская. – М.: Наука, 1996. – С. 148–149.

кое национальное установление, которое именуется кредитом, они никогда не желали поверить (а слово «кредит» и означает доверие) в то, что клочок папируса может заменить собою имение...¹⁰¹. Но, как бы там ни было, «удалите рантье – и... Париж потеряет свои характерные особенности», – признавал Бальзак.

Негативное отношение к рантье достигло, вероятно, максимального своего выражения у В. И. Ленина, автора книги «Империализм как высшая стадия капитализма» – «Капитализму... свойственно... отделение рантье... от предпринимателя... В каких размерах идёт этот процесс... можно судить по данным статистики эмиссии... ценных бумаг... достигающего 100-150 миллиардов франков»¹⁰². Такое увеличение к началу XX века общего объёма приносящих доход ценных бумаг привело к необычайному распространению рантье – весь годичный доход от внешней торговли Англии составлял к концу XIX века 18 млн фунтов, а доход английских рантье был 90-100 млн фунтов¹⁰³.

Появление прослойки рантье стало закономерным развитием кредитной системы и рынка ценных бумаг. Эта прослойка расширяется «с развитием акционерных обществ и банков, с созданием целой грандиозной отрасли торговли ценными бумагами»¹⁰⁴, – отмечал Н. Бухарин в работе «Политическая экономия рантье» (впервые издана в 1925 г.). Но, вне зависимости от того, как оценивать критические высказывания о рантье и саму жизненную позицию рантье, следует признать, что возникновение этого общественного слоя является закономерным следствием развития рынка ценных бумаг.

¹⁰¹ «Ростом рантье от пяти до шести футов, движения его по преимуществу медлительны, но природа в заботе о сохранении этих хилых существ снабдила их омнибусами, при помощи которых они передвигаются в пределах парижской атмосферы... Будучи пересажен за городскую черту, рантье чахнет и умирает» (Бальзак О. Монография о рантье / О. Бальзак. – <http://posters.ec/b/230629/read>).

¹⁰² 4–6 млрд фунтов по курсам 1913 г.

¹⁰³ Ленин В. И. Империализм, как высшая стадия капитализма: популярный очерк / В. И. Ленин. – М.: Изд-во полит. лит-ры, 1967. – 134 с. Следует подчеркнуть, что В. И. Ленин цитируется здесь не как политик, оставивший заметный след в отечественной истории, а как один из авторов работ по экономике начала XX в.

¹⁰⁴ Бухарин Н. Политическая экономия рантье. Теория ценности и прибыли Австрийской школы / Н. Бухарин. – М.: Орбита, 1988. – С. 17–21.

Промышленная революция и экономический рост

Первая промышленная революция в Великобритании безусловно ускорила экономический рост, однако сам устойчивый рост начался задолго до того, причём не только в британской экономике, но и в других странах Европы. Признаком такого роста была способность обеспечить быстрый рост населения без снижения доходов на душу населения. Экономический рост оставался достаточно стабильным даже не в самый благоприятный для британской экономики период с 1760 по 1815 г.

Экономический рост начался не с промышленной революции. И до неё Великобритания и другие страны Западной Европы переживали продолжительные периоды экономического роста, хотя и не такого устойчивого, как современный. Технологические прорывы бывали и раньше в различных экономических системах, как европейских, так и не европейских (средневековый Китай). Но до первой промышленной революции всегда срабатывала отрицательная обратная связь и начинавшийся ускоренный рост сталкивался с тем или иным препятствием, тормозившим его. За счёт этого экономический рост до промышленной революции происходил неравномерно, скачками, сменяясь периодами стагнации или даже упадка.

Экономический рост в Англии стимулировало накопление свободных капиталов – прибыли от колониальной торговли. Во всяком случае, именно это накопление капиталов было первичным фактором, ускорявшим экономический рост нового типа, более близкого к современному. Впрочем, определяющее значение в английском экономическом росте накопление свободных капиталов, полученных от международной торговли, не умаляет роль технологических инноваций, положенных в основу первой промышленной революции.

Утверждение, что Великобритания осуществила промышленную революцию, потому что в этой стране была более передовая наука, на которую опирались новые технологии, несмотря на свою привлекательность, в действительности несколько преувеличено. Несмотря на бесспорное промышленное лидерство, Великобритания экспортировала достаточно большое количество научных знаний из других стран Европы – возможно даже экспортировала и заимствовала не меньше, чем импортировала. Да и сами технологии, в том числе и первые паровые машины, были обязаны своим появлением не столько академической науке, сколько практиче-

ским навыкам и интуиции британских механиков. В отличие от второй промышленной революции, когда ближе к концу XIX в. фундаментальная наука действительно оказывала серьёзное влияние на появление новых технологий в электротехнической и химической промышленности, во время первой промышленной революции академическая наука не имела возможности заметно влиять на технологии.

Во Франции, основном конкуренте Великобритании (в том числе и в эпоху промышленной революции), интеллектуальный потенциал был не ниже (а может быть даже и выше), чем британский. Другое дело, насколько применимым на практике было это научное знание. Большинство научных открытий XVIII в. было совершено во Франции, но они имели весьма ограниченное практическое применение, так как были связаны с астрономией, ботаникой и т. п.¹⁰⁵ Но даже если предположить, что все учёные-теоретики жили во Франции, а инженеры-практики – в Англии (что не соответствует действительности), само по себе это не могло быть препятствием для миграции научных знаний из одной страны в другую.

Вероятно, основным поворотным «институциональным событием» следует считать британскую «Славную революцию» и последовавшую за ней «финансовую революцию», вместе с началом движения за свободную торговлю создавшие в Великобритании наиболее благоприятные условия для применения полезных знаний и технологических инноваций.

Ещё одним важным, если не важнейшим обстоятельством, определившим британское лидерство, стала открытость британской экономики и её изначальная ориентация на международную торговлю. Такая открытая экономика, действующая по принципам космополитизма и свободной торговли, была идеалом эпохи Просвещения. Великобритания более других приблизилась к этому идеалу. Можно дискутировать о плюсах и минусах такой открытой экономической системы, основанной на принципах свободной торговли, но как бы там ни было, именно открытость и готовность

¹⁰⁵ В то время Франция пыталась играть роль образованной Греции, и ведущие французские учёные в отличие от британских чётко проводили различие между сферами науки и практики. Их интересовала больше любовь к науке и стремление повысить свою репутацию, чем практическое применение своих открытий. Но даже если весьма упрощённо считать, что учёные занимались чистой наукой, а предприниматели стремились к одной лишь материальной выгоде, это само по себе ещё не было препятствием для технического прогресса.

воспринимать идеи других народов обеспечили британской экономике повышенную эффективность в эпоху промышленной революции, утвердившей финансовую гегемонию лондонского Сити и заложившей основу для процветания Великобритании в Викторианскую эпоху, ставшую для Англии настоящим «золотым веком», когда Лондон стал признанным центром мировой финансовой системы.

Промышленная революция стала итогом эпохи Просвещения, оказавшей своё влияние не только на Великобританию, но и на все страны Западной Европы. На фоне этого последовательность событий в истории европейских стран является уже второстепенным обстоятельством, в том числе и технологическое лидерство Англии и отставание Франции, а также Нидерландов. Как продолжение эпохи Просвещения, промышленная революция была сугубо западноевропейским явлением. Эта революция создавала новые возможности (вначале технологические, а вслед за ними экономические, финансовые и, наконец, институциональные), которых раньше просто не существовало. Великобритания первой воспользовалась этими новыми возможностями, и это выдвинуло её в лидеры.

Другие страны Западной Европы в разной мере использовали возможности, предоставленные первой промышленной революцией. Но так как не было каких-либо институциональных либо иных механизмов, вынуждавших все европейские общества воспользоваться этими возможностями, то в некоторых странах началось сопротивление инновациям.

Некоторые общества Западной Европы в той или иной мере сопротивлялись инновациям. Эти были различные страны – не только Испания, которую можно считать страной в определённом смысле консервативной, но и демократические и просвещённые Нидерланды, породившие многие инновации (в том числе финансовые) в предыдущем XVII веке.

Возможности, предоставлявшиеся промышленной революцией, часто не осознавались даже её современниками. Наполеон считал англичан нацией лавочников, а отнюдь не изобретателей или механиков при паровых машинах, не придавая значения ни технологическим инновациям, ни промышленной революции. Произшедшие изменения в промышленности и экономике стали очевидными для многих лишь в первой половине XIX в. Адам Смит, вероятно, не замечал происходившие вокруг него изменения, считая, что после окончания периода ускоренного экономического роста

начнётся стагнация, доходы и прибыли снизятся, как и уровень жизни.

Торможение экономического роста к концу XIX века

Считается, что британское технологическое лидерство достигло своего зенита в 1851 году, когда была открыта Большая выставка в лондонском Гайд-Парке (Great Exhibition in Hyde Park). На протяжении почти целого столетия, начиная с середины XVIII века и практически до середины XIX века, Великобритания была страной с самыми высокими темпами экономического роста. Но в дальнейшем эти темпы начали снижаться, и это становилось всё более заметным для современников¹⁰⁶.

В Викторианскую эпоху ВВП на душу населения вырос с 1,672 фунта в 1830 г. до 3,911 в 1900 г. (прирост 1,2% в год). Цены были относительно стабильными, процентная ставка редко была больше 3,5%, а в 1890-е годы снизилась до 2,5%¹⁰⁷. Сочетание низкой процентной ставки и низкой инфляции было благоприятным для долгосрочных инвестиций, а быстро развивающиеся города становились центрами коммуникации и обмена информацией. Максимальные темпы роста ВВП (в среднем 2,5%) отмечались в английской экономике с 1850 по 1873 г., после чего темпы экономического роста затормозились и стали нулевыми.

Даже если британцам и свойственная приверженность традициям и консерватизм, это не помешало им создать в XIX веке глобальную империю с такой же глобальной экономикой и финансовой системой. При этом большинство инноваций того времени (технологических, институциональных и финансовых) возникли именно в Великобритании, а не в других странах. Во времена промышленной революции Великобритания, по сравнению с другими

¹⁰⁶ «Чем дольше страны обладают демократической свободой... тем более они будут страдать от подавляющих их экономический рост организаций... Это помогает объяснить, почему у Великобритании – великой страны, с самым продолжительным иммунитетом к диктатуре, вторжениям и революциям – были в этом столетии более низкие темпы экономического роста, чем у других крупных развитых демократических стран» (Олсон М. Возвышение и упадок народов. Экономический рост, стагнация и социальный склероз / М. Олсон. – М.: Новое издательство, 2013. – С. 108).

¹⁰⁷ Casson M. A. Entrepreneurship in Britain, 1830–1900 / M. Casson, A. Godley // The invention of enterprise: entrepreneurship from ancient Mesopotamia to modern times / Ed. by David S. Landes, Joel Mokyr, and William J. Baumol. – Princeton (New Jersey): Princeton University Press, 2010. – P. 214.

странами Европы, в частности Францией, отличалась повышенной социальной мобильностью и заинтересованностью всех социальных слоёв в предпринимательстве и поиске финансовой выгоды.

Британское общество было более открытым, чем любое другое общество в Европе. Не только национальный доход распределялся более равномерно, но и барьеры для социальной мобильности были более низкими. Поэтому и английская торговля XVIII века в сравнении с другими странами была более предприимчивой, открытой ко всему новому. Благодаря такой открытости в Англии таланты были востребованы в бизнесе и в изобретательстве. Доступ к предпринимательству был свободнее, и британцы стали народом, увлечённым коммерцией, в то время как во Франции и других странах континентальной Европы аристократия считала недостойным для себя заниматься коммерцией.

Однако Великобритания начала отставать в темпах роста от других стран в последние десятилетия XIX века, и это отставание стало особенно заметным после Второй мировой войны. Широко распространённое объяснение замедления экономического развития Великобритании связано с представлениями о национальном характере британцев, их приверженности традициям, склонности к консерватизму, что со временем приводит к торможению инноваций. Однако тот факт, что почти столетие английская экономика имела наиболее высокие темпы роста, говорит о том, что последующее торможение этого роста связано не с национальным характером, а с другими причинами.

Дэвид Ландес высказал любопытную мысль о «синдроме третьего поколения» британского среднего класса, переключаясь с известной идеей о том, что интеллигенция в третьем поколении начинает деградировать. Энергичное первое поколение британских предпринимателей было творцом промышленной революции и собственного бизнеса. Второе поколение продолжило их дело, но уже без былого энтузиазма, больше пожиная плоды уже созданного богатства. Третье поколение предпринимателей было отмечено печатью декаданса – они, по словам Ландеса, «работали во время игры и играли во время работы», бизнес становился неинтересным для них, выросших в достатке и воспринимавших богатство как нечто само собой разумеющееся¹⁰⁸.

¹⁰⁸ Landes D. S. The Unboud Prometheus. Technical Change and Industrial Development in Western Europe from 1750 to the Present / D. S. Landes. – Cambridge: Cambridge University Press, 1969 – P. 336.

Когда пришло это «третье поколение», экономический рост в Великобритании стал замедляться, и на смену производственным компаниям всё более приходили финансовые, требовавшие меньше хлопот, надоевших уже британцам, и в то же время больше опыта в финансовых делах – опыта, которого в Британии было к тому времени вполне достаточно¹⁰⁹.

Предпринимательская активность начала снижаться и перемещаться больше на периферию империи. В начале XIX в., когда население в Англии быстро росло, условия жизни работников британской промышленности были весьма тяжёлыми. По этой причине многие из них охотно покидали Британские острова и эмигрировали в поисках лучшей жизни в Австралию, Северную Америку и Новую Зеландию. После достижения определённого уровня богатства дети и внуки таких знаменитых предпринимателей Викторианской эпохи, как Уильям Левер, основатель компании Unilever, или Томас Липтон, создатель известной чайной компании Lipton, предпочитали вести расслабленный образ жизни (нередко в своих особняках в удалённых колониях), получая доход от прибыльного бизнеса¹¹⁰.

Сфера финансовых услуг в Англии эпохи промышленной революции

В конце XVII – начале XIX в. сервисный сектор экономики в Великобритании включал в себя торговлю, транспорт, финансовые услуги и персональные услуги (образование и медицина). Финансовые услуги до середины XIX в. не занимали заметного места в британской экономике как по количеству лиц, занятых в этой сфере, так и по объёму операций. Распространено мнение, что в это

¹⁰⁹ Если в 1870 г. средняя для разных секторов экономики производительность труда в Германии была 59,5% по отношению к британской (принимаемой за 100%), а в США 89,8%, то в 1909–1911 гг. в Германии она была уже 75,5%, в США – 117,%. Наиболее заметным рост был в индустриальном секторе – с 91,7% в Германии и 153,6% в США производительность выросла до 127,6% в Германии и 193,2% в США (Berend I. An Economic History of Nineteenth Century Europe. Diversity and Industrialization / I. Berend. – Cambridge: Cambridge University Press, 2013. – P. 194).

¹¹⁰ Настроения времени начавшегося угасания Британской империи отражает история жизни Стюарта Гор-Брауна, описанная в книге известной британской журналистки Кристины Лэмб «Африканский дом: история одного англичанина и его африканской мечты» (Lamb C. The Africa House: The True Story of an English Gentleman and His African Dream / C. Lamb. – New York: Harper Perennial, 2005. – 432 p.).

время в сфере финансовых услуг не было никаких радикальных инноваций, сравнимых с паровой машиной и её внедрением в промышленность. В действительности это не так – сама «финансовая революция» 1688 г. и была такой радикальной инновацией, выдвинувшей британскую сферу финансовых услуг в лидеры. Сравнительно незначительное место финансовых услуг в британской экономике не должно вводить в заблуждение – промышленная революция требовала капиталов, которые обеспечивала финансовая инфраструктура.

В основе этой инфраструктуры были банки, с XVIII века чётко разделённые на две группы по месту их расположения, – «городские банки» (city banks), находившиеся в лондонском Сити, и «провинциальные банки» (country banks), работавшие в других городах. «Городские банки» дисконтировали коммерческие векселя и обеспечивали кредитами международную торговлю. Сеть этих банков возникла в Лондоне из частных торговых банков (merchant banks) XVII в., выросших, в свою очередь, из банкирских контор «банкиров-ювелиров» (goldsmith bankers) XVI в. К концу XVIII века в Лондоне было около 50 merchant banks, финансировавших международную торговлю.

Многие из основателей торговых банков были иностранцами – братья Бэринги, владельцы одного из крупнейших банков, прибыли в Великобританию в 1717 г. из Бремена; братья Хоуп (в России их с XVIII в. привыкли называть «Гоппе», на отечественный манер искажая иностранные фамилии) бежали в Лондон в 1795 г. из Нидерландов во время наполеоновских войн, а знаменитые Ротшильды переселились в Лондон в 1798 г. из Франкфурта.

«Городские банки» не занимались финансированием промышленной революции, как и промышленности в целом – их интересы были полностью сосредоточены на более прибыльной международной торговле, обеспечивавшей приток капиталов в Великобританию и их общее накопление. В дальнейшем из сети этих «Сити-банков» возник лондонский финансовый рынок, в XIX в. ставший основным в мире.

Иную позицию занимали многочисленные «провинциальные банки» – весьма характерные для британской финансовой системы организации. Большинство их были небольшими, учреждёнными провинциальными предпринимателями. В 1800 г. средний размер капиталов таких банков был около 10 000 фунтов. Каждый из провинциальных банков был связан с одним из поддерживавших его крупных банков в Лондоне, дисконтировавший его векселя.

«Провинциальные банки» охотно инвестировали капиталы во всевозможные проекты, в том числе в промышленные акционерные компании (текстильные и другие предприятия, «высокотехнологичные» для того времени), и сыграли решающую роль в «смазывании колёс» зарождающегося британского промышленного капитализма.

Быстрый рост сети провинциальных банков начался во второй половине XVIII в. и не был вызван какими-либо политическими либо законодательными изменениями. Стимулом для развития этих банков, возникших практически на пустом месте, стала потребность в финансировании промышленной революции. И не случайным является тот факт, что в 1750 г. на заре промышленной революции количество «провинциальных банков» было всего лишь около десяти. Но уже в 1775 г. их насчитывалось около 100, в 1800 г. – 370, в 1815 г. – 800.

«Провинциальные банки» дисконтировали переводные векселя (получившие в Великобритании легальный статус в 1697 г.) предпринимателей и торговцев, обеспечивая их краткосрочными кредитами. Такой же механизм кредитования использовали и «Сити-банки» – «городские банки» Лондона (расположенные в то время преимущественно на знаменитой Ломбард-стрит), дисконтировавшие векселя крупных участников международных торговых операций.

Кроме банковской системы, финансовый сектор эпохи промышленной революции включал в себя страховые компании и рынок ценных бумаг. Первыми появились компании, занимавшиеся морским страхованием, среди них наиболее известная Lloyds, расположенная первоначально в одноимённой лондонской кофейне – Lloyd's coffee-house. Количество страховых компаний, специализировавшихся в то время на страховании морских перевозок, имущества (в основном от пожаров) и жизни, особенно быстро росло с началом промышленной революции, особенно с 1750 по 1760 г., затем их рост несколько затормозился¹¹¹.

¹¹¹ В 1810 г. общий объём активов страховых компаний (на душу населения) составлял 28 фунтов, в 1850 г. – 80 фунтов. В это время рост популярности страховых услуг снова ускорился – урбанизация и индустриализация создавала спрос на эти услуги, и в 1850 г. в данной сфере работало 13 000 человек. К этому времени около половины всего, что можно было в Англии застраховать, уже было застраховано (хотя часто и не на полную стоимость) (Mokyr J. The Enlightened Economy. An Economic History of Britain 1700–1850 / J. Mokyr. – New Haven: Yale University Press, 2009. – P. 228–229, 231).

Страхование жизни также становилось всё более распространённым (особенно после принятия в 1774 г. Акта о страховании жизни – The Life Assurance Act, известного также под названием Gambling Act), и к 1800 г. сумма договоров страхования жизни достигла 10 млн фунтов (к 1850 г. – 150 млн фунтов). Методы страхования жизни постепенно усложнялись, и оно всё чаще становилось дополнительным обеспечением кредитов. Однако до середины XIX в. страхование жизни не имело массового распространения, им пользовались в основном крупные землевладельцы и состоятельные предприниматели. Элементом массового финансового рынка и инструментом инвестирования сбережений оно ещё не стало.

Финансовые центры – мировые столицы капитала

Количество основных финансовых центров мирового масштаба в XIX – начале XX в. было не таким уж большим – Амстердам (до первой половины XIX в.), Лондон, Париж, Берлин, Брюссель (до Первой мировой войны), с начала XX в. – Нью-Йорк. Хотя Лондон как центр мировой торговли опередил Амстердам со второй половины XVIII века, Амстердам сохранял своё значение как финансовый центр до времён Наполеона, и оказывал влияние на Лондон как источник капитала. С середины XIX в. Лондон окончательно стал признанным мировым финансовым торговым центром. Однако его соперничество с Парижем продолжалось всю вторую половину XIX века, и оно касалось не столько объёмов международной торговли и финансовых операций, сколько экспорта капитала и сфер влияния в международных инвестициях. В 1850-е и 1860-е экспорт капитала из Франции превышал экспорт капитала из Великобритании, хотя Лондон уже тогда превосходил Париж по объёмам выпуска иностранных облигационных займов – основного инструмента экспорта капитала¹¹².

Германские финансовые центры – Берлин, Франкфурт и Гамбург, – ещё не были интегрированы в единое экономическое про-

¹¹² Об амбициях Парижа того времени можно судить по объявленным в 1866 г. не реализованным планам создания всемирной валюты на основе франка, а также создание Латинского денежного союза в 1867 г. (в него вошли Франция, Италия, Бельгия и Швейцария). Эти амбиции были в значительной мере подорваны поражением во Франко-прусской войне в 1871 г. и выплатой Германии огромной контрибуции – 5 млрд марок.

странство (Берлин и Франкфурт специализировались на облигациях государственных займов, Гамбург – на финансировании торговли). Всё это создавало благоприятные условия для доминирования Лондона, и время с 1870 по 1914 г. можно считать классическим периодом расцвета Лондона – это касается не только количественных показателей, но и качественных: ассортимент финансовых услуг, предлагавшихся в этом городе, не имел себе равных. А участниками рынка дисконтирования векселей, которыми оплачивалась вся международная торговля, были (прямо или косвенно) банки всего мира.

Основные технологические инновации британской эпохи возникли в Англии, и эта страна в начале XX века всё ещё оставалась лидером в торговле, однако с конца XIX в. её начали догонять Германия¹¹³ (важные инновации в химической промышленности) и США (инновации в электротехнике и телефонной связи). Мировыми центрами новых технологий в начале XX в. стали Нью-Йорк, Бостон и, особенно, Берлин, который к началу XX в. стал важным центром технологических инноваций. Однако после Первой мировой войны и экономического кризиса в Германии этот инновационный дух был постепенно утрачен.

Хотя Берлин и Нью-Йорк догоняли Лондон и Париж, они пока ещё уступали им – Берлин по объёму иностранных инвестиций и экспорта капитала, а Нью-Йорк по самостоятельности. В начале XX в. он всё ещё зависел от лондонского Сити, бывшего источником капитала. В дальнейшем, после Первой мировой войны, Нью-Йорк по своему значению опередил Париж, занявший третье место в рейтинге мировых финансовых центров. Значение Берлина в период инфляции и гиперинфляции существенно уменьшилось.

В возвышении Лондона и его превращении в основной мировой финансовый центр решающее значение имел общий экономический потенциал Великобритании – когда страна находится на подъёме, тогда наибольшая вероятность возникновения в ней очередной «столицы капитала». Так было не только с Лондоном, а с Берлином, Нью-Йорком, Токио и с другими, более новыми финансовыми центрами XX века.

Кроме того, важное значение имели следующие факторы (которые, в сущности, относятся к возвышению и всех других финансовых центров): стабильность политических институтов; стабиль-

¹¹³ В Германии после Франко-прусской войны, поражения Франции и создания единого немецкого государства начался особенно активный период экономического роста, что привело в начале XX века к возрастанию значения немецкой экономики.

ность национальной валюты; достаточное количество накопленных сбережений (могущих быть использованными для иностранных инвестиций и экспорта капитала); развитая система финансовых организаций; надёжный и не очень обременительный государственный контроль за сферой финансовых услуг; умеренное налоговое обложение бизнеса; наличие подготовленного персонала; доступность информации; развитость средств коммуникации.

Ещё одним важным обстоятельством в возникновении финансовых центров мирового масштаба – «столиц капитала» – была притягательность города для мигрантов, и не просто мигрантов, а талантливых финансистов, полных духа предпринимательства и готовности к риску. Лондон в XIX веке не имел себе равных по такой притягательности – здесь были наиболее благоприятные условия для бизнеса в целом и особенно для финансового бизнеса. Если такие мигранты прибывали со своими капиталами, это ещё больше ускоряло становление нового финансового центра. Так было в Лондоне во время наполеоновских войн, когда туда эмигрировали амстердамские финансисты; так было в Париже в середине XIX века, где богатые эмигранты (Ротшильды, Эфрусси и многие другие) стали основой высшего круга французских банкиров – *haute banque*. Так было и в Нью-Йорке во второй половине XIX века, куда прибыли многие состоятельные еврейские финансисты из Германии.

К концу XIX века британское технологическое лидерство уходило в прошлое, хотя Лондон оставался при этом признанным мировым финансовым центром – финансовой столицей мира. Париж, при всей популярности этого города в конце XIX – начале XX века, называли «великолепным вторым». Пусть великолепным, но всё же «вторым». Он и был второй столицей мира, связанной с культурой, искусством, модой и стилем жизни. Париж – «город вечной юности», как называл его Стефан Цвейг, привлекал в то время к себе многих эмигрантов. «Нигде нельзя было изведать простую и вместе с тем таинственно-мудрую беспечность бытия счастливей, чем в Париже... Каждый из нас, молодых, причастился этой лёгкости и тем самым привнёс что-то своё; китайцы и скандинавы, испанцы и греки, бразильцы и канадцы – никто не чувствовал себя чужаком на берегах Сены. Не было принуждения, можно

было говорить, думать, смеяться и негодовать как хочешь... каждый жил, как ему нравилось»¹¹⁴.

После Первой мировой войны британская экономика и финансовый рынок постепенно перестали быть лидирующими. Вторая мировая война подвела черту под историей «британской эпохи», и начался новый цикл в развитии мировой экономической системы.

¹¹⁴ Цвейг С. Вчерашний мир / С. Цвейг. – М.: Радуга, 1991. – http://www.belousenko.com/wr_Zweig.htm.

Часть 2

Накопление капитала (1800–1848)

Британский рынок ценных бумаг в доиндустриальную эпоху

Начало британской глобальной экспансии

Вторая половина XVI века стала для Англии началом периода глобальной экспансии, приведшей к созданию глобальной империи. Сеть империи» охватывала все континенты неявной сетевой структуры формальных и неформальных связей, объединяющей потоки товаров, людей и капиталов. Первоначально эта сеть возникла, чтобы найти наиболее выгодные условия для торговли, а потом стала расширяться за счет колониальной экспансии и просто миграции в поисках лучшего места под солнцем и новых стилей жизни.

Английские купцы и путешественники прежде всего обследовали юг Европы, Италию, другие страны Средиземноморья, но там им скоро стало тесно – давние торговые маршруты в этой части мира были уже распределены и заняты другими участниками, да и стали уже не актуальными. Открытие новых стран и континентов испано-португальскими, а затем голландскими мореплавателями, легенды об их сказочных богатствах будоражили воображение. В английском обществе возник живой интерес к миру за пределами Британии, и модным стал образ английского космополита – купца, путешественника, авантюриста, искателя приключений, – коллекционирующего экзотические вещи их дальних стран и новые впечатления. Моду подогревали мелкие атрибуты повседневной роскоши и колониальной экзотики – утренний кофе из Эфиопии с ванилью из Южной Америки придавал английскому космополитическому предпринимателю значимость не только в собственных глазах, но и в восприятии окружающих, символизируя причастность к никому ещё точно не известным, но казавшимся сказочными богатствам дальних стран. Такие люди, распространявшиеся по всем континентам и приносявшие с собой представления о правилах ведения бизнеса и протестантскую этику зарождающегося капитализма создавали основу для сети глобальной империи – сети, воз-

никшей гораздо раньше, чем Британская империя как политическая структура (особенно в её классической форме конца XIX века).

Остатки этой сети продолжают существовать и сегодня, хотя Британской империи давно уже нет, охватывая весь мир сложной системой формальных (а больше неформальных) связей, потоков информации и капиталов. В этой сети смешались старые британские традиции, идеи британской толерантности и «джентльменского капитализма» и современные финансовые технологии создания финансовых потоков, – технологиями, которыми в лондонском Сити овладели в совершенстве, и которые не имеют многие другие страны несмотря на общий экономический и финансовый потенциал. И неслучайно в начале XXI века, на фоне общего экономического спада в США и странах Западной Европы, возникшего после кризиса 2007–09 гг., стало быстро расти значение Лондона как финансовой столицы мира – не Дубая, Шанхая или Сингапура, а именно Лондона.

Сеть глобальных связей начала формироваться со времен первых колониальных компаний на основе торговых маршрутов, связавших Лондон с Индией, Мадейрой, Британской Вест-Индией. Аугуст Бойд (Augustus Boyd), Александр Грант (Alexander Grant), Джон Сарджент (John Sargent), Ричард Освалд (Richard Oswald) и многие другие британские предприниматели, контролировавшие маршруты океанской торговли, занимались собственным бизнесом и создавали при этом инфраструктуру Британской империи – «Империи морей»¹¹⁵.

«Богатство Лондона обеспечивал весь мир»¹¹⁶, как любили говорить в Англии в XVIII веке, когда этот город с населением около миллиона человек стал крупнейшим портом. Хотя в это время Лондон еще не стал финансовым центром мира, уступая эту роль Амстердаму, любые финансовые услуги можно было получить в лондонском Сити, где кроме Банка Англии находились многочисленные частные банки и брокеры, через которых можно было произвести морское страхование и приобрести ценные бумаги –

¹¹⁵ Образ «Империи морей» («*Empire of the Seas*»), столь популярный в Великобритании в XVIII и XIX веке первоначально был связан с книгой стихов Эдварда Янга «*Imperium pelagi*», опубликованной в 1730 г. (Young E. *Imperium Pelagi a Naval Lyrick: Written in Imitation of Pindar's Spirit. Occasion'd by His Majesty's Return, Sept. 1729 and the Succeeding Peace* / E. Young. – L.: BiblioBazaar, 2010 – 72 p.).

¹¹⁶ Raynal A. *A Philosophical and Political History of the Settlements and Trade of the European s in the East and West Indies* / A. Raynal. – Vol. 6. – London: T. Cadell, 1783. – P. 412.

акции компаний, занимавшихся колониальной торговлей. Этот город, как магнит, притягивал к себе амбициозных предпринимателей со всего мира.

Международная торговля и колониальные компании

Зарождающийся британский рынок ценных бумаг изначально ориентировался на колониальную торговлю, что определило дальнейшие тенденции его развития. Лидерство Англии в международных торговых операциях в XVIII веке стало общепризнанным – британские корабли составляли 90% от общего объема флотов всех стран во второй половине XVIII в. и преобладали в торговле с Африкой, Америкой, Индией, Дальним Востоком, а также в бассейне Тихого океана.

Первыми европейцами, в эпоху географических открытий создававшими новые торговые маршруты, были испанцы и португальцы, за ними пришли голландцы, захватившие почти всю колониальную империю португальцев в бассейне Индийского океана, и легкие голландские корабли, технологически наиболее совершенные для XVII и XVIII веков, достигли Индокитая, Филиппин и других самых отдаленных частей Азии. Вскоре место голландцев заняли британцы, создавшие на «голландском фундаменте» свою глобальную империю.

Европейцы со своими быстрыми судами и более совершенным оружием захватили все древние торговые маршруты Индийского океана, вытеснив местных купцов и став настоящими хозяевами далеких южных морей. Колониальные товары (особенно специи, а затем во все больших количествах чай и кофе) пользовались большим спросом в Европе, хотя европейских товаров, которые бы пользовались в Азии такой популярностью, как специи, чай и кофе, практически не было. Однако у европейцев было другое преимущество – серебро и золото, полученное в XVIII веке из испанских колоний в Америки. Эти свободные капиталы они вложили в торговлю в странах Азии азиатскими же товарами – персидскими в Индии, индийскими в Китае, китайскими в Индонезии, получая всё больший контроль над экономикой стран Азии.

Колониальная торговля породила многие инновации, связанные не только с судостроением и методами океанской навигации, но и с бизнесом – появление крупных колониальных компаний, торговых агентов, представляющих интересы этих компаний в раз-

личных портах, а также морского страхования. К таким инновациям можно отнести и обычай купцов собираться в ставших модными *coffe-houses* – кофейнях, целая сеть которых возникла в Лондоне (одна из таких кофеен вскоре стала предшественницей *London stock Exchange* – Лондонской фондовой биржи). Так эпоха колониальной торговли стала целой школой предпринимательства – не только для самих купцов, торговавших с дальними странами, но и для страховых агентов, лондонских брокеров и многих других, создавая и аккумулируя в Англии особый «человеческий капитал» – не только наиболее драгоценный, но и, вероятно, самый редкий вид капитала. Кроме человеческого капитала в колониальную эпоху в Англии шло быстрое накопление и капитала материального¹¹⁷.

Славная революция 1688 г.

В 1688 году в Англии произошла «Славная революция» (англ. *Glorious Revolution*) – государственный переворот, в результате которого был свергнут Яков II Стюарт, католик по вероисповеданию. Переворот был совершен при участии голландского экспедиционного корпуса под командованием Вильгельма Оранского, протестанта и правителя Нидерландов, ставшего королем Англии под именем Вильгельма III и правившего вместе с Марией II Стюарт (дочерью Якова II). Поскольку в составе экспедиционного корпуса было много британских эмигрантов-протестантов, то после переворота в Англии восторжествовал протестантизм и протестантская этика, сыграв, согласно известным идеям Макса Вебера, решающую роль в формировании «духа капитализма»¹¹⁸.

Более ранние политические трансформации XVII в. (гражданская война 1642 г. под руководством Оливера Кромвеля и провозглашение Англии республикой в 1649 г.) привели к возрастанию роли парламента, получившего власть даже над королем. Так нача-

¹¹⁷ К началу этой эпохи Англия считалась достаточно отсталой в экономическом отношении страной Европы, и не случайно во время конкурентной борьбы с испанцами за контроль над морскими маршрутами Англию представляли знаменитые британские пираты (такие как Фрэнсис Дрейк и многие другие), которым покровительствовала королевская власть.

¹¹⁸ Вебер М. Протестантская этика и дух капитализма / М. Вебер // Избранные произведения: – М.: Прогресс, 1990. – С. 44–271. Критику идей М. Вебера см.: Лахман Р. Капиталисты поневоле: конфликт элит и экономические преобразования в Европе раннего Нового времени / Р. Лахман. – М.: Изд. дом «Территория будущего», 2010. – С. 395–398

ло формироваться принципиальное отличие британской модели общественного устройства, сформировавшееся под влиянием Нидерландов, от других стран континентальной Европы, и прежде всего – Франции. Свойственная такой модели децентрализация, повышенная самостоятельность предпринимателей и распространение протестантизма определили дальнейшее направление развития английской экономики и финансовой системы. Это направление значительно отличалось от пути Франции с более регламентированным обществом, где предприниматели старались как можно быстрее получить дворянство и жить на земельную ренту или же всеми правдами и неправдами попасть на государственную службу. Еще со времен Людовика XIV, стремившегося изгнать из Франции ереси, религиозной терпимости не было во французском обществе, а купцы-гугеноты, которые могли бы сыграть ту же роль, что и английские протестанты, подверглись гонениям.

Изгнанные из Франции гугеноты переселились в Англию в 1685 г., незадолго до «Славной революции». Они привезли с собой не только значительные капиталы – около 3 млн фунтов, но и новые технологии, неизвестные в Англии. Среди этих технологий были и финансовые, благодаря которым были основаны первые английские банки – Orphans Bank, Million Bank и наиболее известный Bank of England (в 1694 г.). Когда в 1688 г. после «Славной революции» был свергнут английский король-католик Яков II и его место занял голландский принц-протестант Вильгельм Оранский, это помогло финансовым инновациям из Амстердама распространиться в Лондоне.

К тому времени система английских государственных финансов заметно отличалась от стран континентальной Европы. Парламент уже получил контроль над расходами короля, что в то время во Франции или Испании было совершенно немыслимо. Начал формироваться слой профессиональных государственных служащих, работавших за высокое жалование, а не за право получить лицензию на сбор налогов и принять участие в расхищении казны, как это было во Франции. Все эти отличия были усилены «Славной революцией». Отказ от долгов стал считаться совершенно неприемлемым (в Лондоне многие инвесторы хорошо помнили о дефолте казны в 1672 г., когда погрязший в долгах король Карл II отказался от выплат по своим обязательствам). В 1717 г. был принят золотой стандарт, и никто в Англии не пытался снижать содержание золота в монетах, что было обычной практикой во многих странах континентальной Европы.

А после того, как в 1749 г. сэръ Генри Пелэм основал «Консолидированный фонд» («Consolidated Fund»), удалось консолидировать и унифицировать все государственные долги королевской династии Стюартов. С названием этого фонда было связано и название английских государственных облигаций – консолей (consoles). Все эти новшества значительно отличались от системы государственных финансов во Франции, где доходы от продажи государственных земель шли на обогащение чиновников, а не на то, чтобы платить жалованием профессиональным служащим; сбор налогов был передан на откуп частным лицам, а отказ от выплаты долгов стал обычным делом. Попытки создать парламент – Генеральные Штаты, – были неэффективными, а инвесторы не проявляли интереса к государственным ценным бумагам – рентам, хотя те предлагались к продаже на выгодных условиях.

В Лондоне же вскоре после создания «Консолидированного фонда» государственные облигации – консоли, – стали высоколиквидными бумагами, надежность которых ни у кого не вызывала сомнения. Консоли образовали основу рынка ценных бумаг и пользовались неизменным спросом не только английских инвесторов, но и даже иностранных, прежде всего голландцев. Это было совершенно не похоже на французские государственные облигаций, и пути финансового развития Лондона и Парижа разошлись окончательно. Британские консоли стали наиболее успешной и знаменитой государственной облигацией в истории процентных бумаг. К концу XVIII в. они выпускались в двух разновидностях, доход по которым составлял 3% и 5%. Срока погашения эти облигации не имели, а государство могло выкупать их по рыночной цене не ниже номинальной. Номинал консолей составлял 100 фунтов, цена продажи в январе 1796 г. была равна 101 фунту. При такой цене 5% облигация давала ежегодный доход 4,95%. Однако курс консолей не был стабильным в то время, когда началось возвышение Наполеона и на два десятилетия Европа погрузилась в период войн. Цены консолей всё больше и больше падали, снизившись в конечном счете на 30%.

Так вследствие «Славной революции» 1688 г., а также под влиянием успехов голландской финансовой системы в Англии произошла «финансовая революция», приведшая к возникновению полноценного финансового рынка, способного аккумулировать свободные капиталы. В этом смысле финансовая революция стала важной предпосылкой революции индустриальной (первые при-

знаки которой отмечались в Англии еще в XVII в.), поскольку без важных инноваций в финансовой сфере и расширения возможности получения финансовых ресурсов индустриальная революция в Англии вряд ли была бы возможна.

В сущности, английская финансовая революция предшествовала индустриальной¹¹⁹. В изданном в 1688 г. законе (Promissory Notes Act) отмечалось, что королевская власть ограничена в решении финансовых вопросов, а значительная часть полномочий отдала парламенту. Парламент существенно уменьшил право короля регулировать сбор налогов и упорядочил сбор пошлин с целью более эффективного распределения их на общественные нужды. Государственный долг теперь рассматривался не как долговое обязательство физического лица – короля, а как национальный долг страны. Ранее разграничение между долгосрочными и краткосрочными ценными бумагами не проводилось, а государственный долг представлял собой совокупность отдельных не упорядоченных долговых обязательств (обычно у частных банкиров). Кредиторы стремились вернуть свой долг с процентами как можно скорее, а рынка, на котором могли бы обращаться государственные долговые ценные бумаги, практически еще не существовало.

После «финансовой революции» государственный долг был воплощен в долгосрочных ценных бумагах, способных передаваться и обращаться на рынке. Степень радикальности этой финансовой инновации сегодня, спустя века, трудно в полной мере оценить. Сама идея выпустить для покрытия государственного долга облигации, обращавшиеся на рынке, продолжала традиции Венецианской республики, где (вероятно, впервые в истории, также выпускались подобные облигации), а также Амстердамского банка. Но обстоятельством еще более важным, чем решение о выпуске облигаций, была готовность инвесторов вкладывать свои капиталы в эти облигации. Такой готовности в XVII веке не было даже в большинстве стран Европы, не говоря уже о странах Азии¹²⁰.

¹¹⁹ В разных странах взаимоотношения между финансовым и производственным секторами складывались по-разному: финансовый сектор мог стимулировать экономический рост и оказывать на него позитивное влияние (как было в Англии, где происходила ускоренная индустриализация); мог не оказывать реального влияния (во Франции, где индустриализация в начале XIX века происходила медленно), а мог и тормозить промышленное развитие по причине неадекватной организации финансовой системы (в Германии в первой половине XIX в., в Австро-Венгрии и России до середины XIX в.).

¹²⁰ Хотя считается, что в азиатских странах, несмотря на хорошо развитую торговлю с многовековыми традициями, недостаточной была защита прав собственности,

Тот факт, что государственный долг был теперь воплощен в эмитировавшихся Банком Англии высоконадежных государственных облигациях (секьюритизирован, если пользоваться современным термином), сыграл решающую роль в формировании английского рынка ценных бумаг. После того, как обязательства по выкупу части секьюритизированного государственного долга взяли такие крупные привилегированные компании как Ост-Индская и Компания Южного моря, создание рынка долгосрочных ценных бумаг повлекло за собой возникновение их вторичного рынка. Кроме того, после «Славной революции» процентные ставки по облигациям снизились, что позволило расширить инвестиционную базу.

Основание Банка Англии и возникновение рынка государственных облигаций

После «Славной революции» не только голландские капиталы вместе с финансовыми инновациями начали активно проникать в Англию. В свите Вильгельма Оранского из Амстердама в Лондон перебрались многие финансисты, принеся с собой не только значительные капиталы, но и отлаженную технику биржевой торговли, что способствовало созданию новой британской экономической системы. А религиозные войны в Европе конца XVII в. (связанные с противоречиями между католиками, лютеранами и протестантами) стали дополнительным фактором, подтолкнувшим к эмиграции в Англию таких амстердамских банкиров, как Генрих Гоппе и др.

В 1694 г. по образцу *Amsterdamsche Wisselbank* был создан *Bank of England*, в чем проявилась определенная историческая преемственность между нидерландским и британским финансовыми рынками. Банк Англии, в отличие от амстердамского банка, был

вряд дело было в этом – вряд ли у купцов, особенно крупных, в странах Востока были проблемы с защитой собственности, то же можно сказать и о правах на земельную недвижимость. Купцы из стран Азии нередко давали деньги в долг другим предпринимателям или правящим элитам, но вряд ли там могла возникнуть идея инвестирования капитала в такие публичные и обращающиеся на рынке финансовые инструменты как выпускаемые государством долговые обязательства – слишком чуждой и странной была бы такая идея в странах Азии. Вероятно, именно с этими финансовыми инновациями и было связано то принципиальное расхождение между европейскими и неевропейскими экономическими системами – расхождение, давшее европейцам потом, во время индустриальной революции, столь явные преимущества.

создан для финансирования государственных расходов. Это привело к нередким злоупотреблениям со стороны частных банкиров (хотя предотвращение таких злоупотреблений было заявлено как одна из задач банка). Со временем финансовое положение банка стало не очень стабильным несмотря на его монополию на эмиссию банкнот и привилегированное положение в качестве «банкира правительства». В 1797 году банку пришлось приостановить платежи и ограничить кредиты. Такая сторона истории Банка Англии показывает, насколько опасным может быть явный или неявный альянс банкиров и правительства.

Английская финансовая система и до этого значительно отличалась от стран континентальной Европы – парламент имел гораздо большую власть в контроле торговых и финансовых операций (во Франции решение аналогичных вопросов находилось в полномочии короля), а «Славная революция» еще больше заострила эти отличия. В XIV–XVI веках в Англии объявление дефолта было обычным делом, и необходимо было достижение определенного уровня зрелости финансовой системы, чтобы стать «недефолтной» страной. Это обстоятельство в дальнейшем сыграло немалую роль в британском экономическом лидерстве. Экономические реформы Вильгельма Оранского привели к повышению экономической стабильности Англии (случаев отказа от долгов уже практически не было, а британские монеты считались наиболее обеспеченными золотом).

Однако реформы встретили значительное сопротивление со стороны родовой аристократии, что нашло отражение в памфлете Даниэля Дефо «Истинный англичанин»¹²¹, за несколько дней проданного полулегально на улицах Лондона в количестве 80 000 экземпляров. Дефо, известный не только как писатель, но и как один из первых журналистов, писавших на экономическую тематику¹²², в этом памфлете выступил против аристократии, критиковавшей короля Вильгельма III¹²³.

¹²¹ Defoe D. The True-Born Englishman / D. Defoe. – <http://www.luminarium.org/editions/trueborn.htm>.

¹²² Дефо удавалось метко подмечать тенденции своего времени: «Самым жестоким и деспотическим в политике французского правительства почитается его обычай изымать из обращения все деньги, предварительно резко понизив их стоимость, а затем перечекивать их в монету более высокой стоимости» (Дефо Д. Опыт о проектах / Д. Дефо // Пруцков Г.В. Введение в мировую журналистику. Антология в 2 т. Т. 1. – http://evartist.narod.ru/text4/51.htm#z_01).

¹²³ Короля обвиняли в том, что он чужеземец, плохо говорящий по-английски. Дефо же заявил в памфлете, что все аристократические фамилии в Англии – это всего

После «финансовой революции» с конца XVII века в Англии активизировался рынок государственных облигаций (государственные займы, согласно принятой в то время практике, использовались преимущественно для покрытия военных расходов), получивший еще большее развитие в середине XVIII в. – во Франции в это время подобного рынка еще не существовало. Среди ценных бумаг преобладали высоколиквидные британские государственные облигации, так называемые «консоли»¹²⁴, на которые был устойчивый спрос инвесторов из Амстердама. Эти 3% и 5% облигации стали одними из наиболее надежных государственных ценных бумаг. В возрастании значения британского рынка ценных бумаг сыграло свою роль и то, что хотя на протяжении всего XVIII века в Англии кредит обходился несколько дороже, чем в Амстердаме (значение которого уже начало ослабевать), он всё же был существенно дешевле, чем во Франции. Однако преимущественно именно Амстердамская биржа обеспечивала размещение британских государственных облигаций, бывших основой рынка ценных бумаг Англии.

Первые акционерные компании в Англии

В 1687 г. начался бум учреждения новых акционерных компаний. В то время учреждение акционерной компании происходило в форме достаточно простой процедуры регистрации патента. Серьезность намерений учредителей и их капиталы реально не проверялись. Сразу после регистрации патента новая компания могла начинать продавать доли акционерного капитала (англ. shares) – первоначальный прототип акций (англ. stock), появившихся позже.

Толчком к началу бума стала история капитала Уильяма Филиппса, сумевшего поднять с затонувшего испанского корабля 22 тонны серебра и драгоценные камни. После уплаты всех налогов инвесторы, вложившие капиталы в эту экспедицию, получили чистой прибыли 190 тыс. фунтов – 10 000% на вложенный капитал. История капитана Филиппса произвела такое впечатление на британскую публику, что сразу же начали учреждаться новые компа-

лишь смесь норманнских пиратов и французских лакеев, и по этой причине нелепо высказывать неприязнь к королю за то, что он родился в Голландии, а не в Англии.

¹²⁴ Англ. consol – сокращение от consolidated debt (долговое обязательство, воплощенное в ценных бумагах).

нии – многие для поиска затонувших кораблей с сокровищами. И хотя новые экспедиции не нашли богатств с испанских галеонов, акции некоторых компаний выросли в цене до 500%. Начался общий учредительский бум¹²⁵.

К тому времени акционерные компании существовали в Англии уже достаточно давно (первые «колониальные компании» возникли в середине XVI в. в том числе британская East Indian Company, Royal African Company, Hudson Bay Company). Наиболее известной из них была Ост-Индская компания.

Эти «привилегированные» колониальные компании, ставшие прототипом современных корпораций, были основаны на королевских грамотах, даровавших право монопольной торговли в определенной части мира (так была основана британская Ост-Индская компания). Поскольку правовой основой создания первых акционерных компаний была королевская грамота – хартия (royal charter), такие компании назывались chartered company. Это были как привилегированные «регулируемые компании» (regulated companies), созданные на основе партнерства (partnership), так и акционерные компании в современном понимании (joint stock companies), основанные на объединении капиталов участников. В колониальной торговле «потребность в защите от вооруженных нападений... спланировала торговцев и способствовала распространению корпоративных форм и на другие аспекты их деятельности». Этими потребностям лучше всего «отвечала форма привилегированной торговой компании». Привилегированные колониальные компании, обладавшие монопольным правом торговли, были выгодны и правителям национальных государств – известно, что английская королева Елизавета получала личную прибыль от деятельности таких компаний. К тому же, привилегированными компаниям было легче управлять. Позже, с середины XIX века, практика основания компаний по королевской грамоте становилась все более редкой и касалась преимущественно некоммерческих и благотворительных организаций. Компании стали создаваться на основании законодательных норм и утвержденного устава, получив в Англии название statutory company.

Адам Смит не одобрял монопольный характер привилегированных колониальных компаний, поскольку без привилегий они

¹²⁵ Macleod C. The 1690s Patents Boom – Invention of Stock Jobbing / C. Macleod // Economic History Review. – 1986. November. – Vol. 39. №. 4. – P. 549–571.

редко имели успех¹²⁶. Он был не единственным, кто критиковал деятельность привилегированных компаний – в то время в Англии публиковалось множество памфлетов, авторы которых (сегодня в основном мало известные) обычно выражали возмущение монопольным положением таких компаний и получаемым ими огромными прибылями¹²⁷.

Вероятно, старейшей английской акционерной компанией была «Московская компания» (Muscovy Company), основанная еще в 1553 г. и просуществовавшая до 1917 года; до 1688 г. эта компания имела монополию в торговле с Россией¹²⁸. Предшественником Muscovy Company была компания с вычурным названием «Mystery Company of Merchant Adventurers for the Discovery of Regions, Dominions, Islands, and Places unknown» – «Тайная компания торговых авантюристов»¹²⁹, созданная для открытия новых неведомых мест, островов и стран», основанная в 1551 Ричардом Чэнселором (Richard Chancellor), Себастьяном Кэблотом (Sebastian Cabot) и сэром Хью Уиллоуби (Hugh Willoughby), чтобы найти путь в Китай через се-

¹²⁶ Так было, например, и с Африканской компанией, и с британской Ост-индской компанией, не говоря уже о скандально известной South Sea Company – Компании Южного моря. «Привилегированные компании во многих отношениях сходны с ремесленными корпорациями», и эти компании «в конце концов везде доказали свою обременительность или бесполезность, везде расстроили или стеснили торговлю». К тому же, «директора привилегированной компании не имеют личного интереса в процветании общей торговли компании... упадок этой общей торговли часто даже приносит выгоду» лично для них, в то время как директора акционерной компании «имеющие только долю в прибылях, получаемых на общий капитал компании... не ведут... личной торговли», а их личные интересы «связаны с процветанием общей торговли компании» (Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов / А. Смит. – М.: ЭКСМО, 2007. – С. 684, 687–688, 691–692). Несмотря на эти критические замечания Адама Смита, следует признать, что английские привилегированные колониальные компании (при создании которых государство как бы заключало с компаниями субподрядный договор) оказались более эффективными и жизнеспособными, чем французские (и, особенно, испанские), непосредственно финансируемые королем.

¹²⁷ Реальная деятельность привилегированных компаний анализировалась крайне редко, а сами памфлетисты представляли собой, весьма пёструю группу, в которой были и предприниматели, хотевшие создать банк, и колониальные авантюристы, и защитники чьих-либо частных интересов (например, Ост-Индской компании). С XVII века в Англии издавалось большое количество газет, охотно публиковавших эти памфлеты.

¹²⁸ Asher G. M. Henry Hudson, the Navigator: The Original Documents in Which His Career Is Recorded. – London: Cosimo Inc., 2009 – P. 255.

¹²⁹ Авантюристами (adventurers) обычно называли в то время всех предпринимателей, иногда использовалось понятие undertakers, буквальным переводом которого является русское слово «предприниматель». Преобладающее сегодня понятие entrepreneur появилось еще в середине XVIII века, но не было распространенным.

верные моря. 10 мая 1553 года группа из трех кораблей отплыла из Лондона и достигла удобной гавани в устье Северной Двины, где вскоре, в 1584 г. был основан Архангельск. Когда московский царь Иван Грозный услышал о британских купцах, он пригласил их в Москву, где принял с почетом и вел с ними переговоры о налаживании русско-английской торговли. Возвратившись в Лондон, Ричард Чэнселор привез письмо русского царя королеве Англии с предложением установить торговые отношения. Королева Елизавета I в 1557 даровала компании монопольное право на торговлю с Россией, подтвержденное королевской хартией.

Среди первых компаний была и Гамбургская компания – «старинная компания купцов-авантюристов», по словам Адама Смита¹³⁰, также основанная в середине XVI века. Эту компанию вряд ли можно считать акционерной, поскольку она имела форму товарищества с выборными пайщиками. Вслед за Гамбургской были основаны Северная, Африканская и многие другие компании. В одном только Средиземноморье действовали Venice Company, Turkey Company и наиболее влиятельная среди них Levant Company – Левантийская компания (Левант – старое название Средиземного моря). Торговые маршруты английских колониальных компаний простирались от Вест-Индии в Карибском море и колоний в Северной Америке (Virgin company и др.) до Марокко, Персии, России и Ост-Индии (Юго-Восточной Азии).

Связанные с колониальными компаниями предприниматели сформировали к концу XVI века влиятельный слой торгового истеблишмента лондонского Сити, оказывавшего все большее влияние на политическую элиту и ставшего одним из основных инициаторов Английской революции 1642–49 гг. Возрастание богатства этого слоя, аккумуляция им прибыли от колониальной торговли и общий экономический рост в Англии происходили на фоне экономического кризиса в странах континентальной Европы. К началу XVII века наиболее влиятельной из колониальных компаний стала The Company of Merchant Adventurers, контролировавшая около половины всех экспортно-импортных торговых операций и сохранявшая свое значение до Английской революции, а затем уступившая свои позиции Ост-Индской компании. Вокруг Merchant Adventurers образовалась финансовая группировка представителей лондонской бизнес-элиты, занимавших в целом консервативную

¹³⁰ Подробнее о Гамбургской компании см.: Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов / А. Смит. – М.: ЭКСМО, 2007. – С. 684–685.

позицию. Вторая группировка возникла на основе альянса Levant Company и East India Company – она объединяла сторонников инноваций, в том числе и политических. К 1620-м годам эта группировка стала ядром влиятельной оппозиции, выступавшей за ограничение полномочий королевской власти, возрастание роли парламента и, в конечном счете, за утверждение принципа свободной торговли. Именно она и сыграла решающую роль в Английской революции 1640-х годов, что привело к возвышению Ост-Индской компании.

Наиболее известной из колониальных компаний была английская Ост-Индская компания (East Indian Company), созданная 31 декабря 1600 г. указом королевы Елизаветы I как привилегированная торговая компания и получившая обширные права в торговле с Индией и в захвате новых территорий¹³¹. В 1612 году компания была преобразована в акционерную компанию, а ее общий капитал быстро увеличился с 72 тыс. до 1,7 млн фунтов. Акции были именными, на неравные суммы, и это были не столько находящиеся в обращении ценные бумаги в современном понимании (как акции голландской Ост-Индской компании, которые можно было свободно приобрести на бирже), сколько паи, подтверждавшие участия в компании¹³².

До 1690 г. акции первых компаний не могли свободно продаваться и приобретаться. Кроме того, их держателями не могли

¹³¹ Компания просуществовала до 1874 года и стала одной из наиболее известных и успешных колониальных компаний. Компания была в этом регионе мира полным монополистом и получала огромные прибыли. Ее конкуренты из числа привилегированных купцов неоднократно поднимали вопрос в парламенте о том, чтобы ограничить монополию компании, используя в качестве аргумента критику политических симпатий к консервативной партии тори директора компании Джосии Чайлда (автора популярного в то время экономического трактата «Новые рассуждения о торговле»). После длительных политических интриг палата общин парламента приняла декларацию, которая не разрешала предоставлять монопольные торговые привилегии и позволяла вести торговлю со странами Востока любому британскому подданному.

¹³² Будучи монополистом в торговле с Индией и сыграв значительную роль в колонизации этой страны, компания стала одной из наиболее влиятельных. Британская Ост-Индская компания имела собственные войска и корабли, активно вмешиваясь в политическую борьбу в Индии и войдя в историю (вместе с голландской Ост-Индской компанией) как пример успешной колониальной компании, не брезговавшей никакими средствами в достижении своих целей. Но к концу XVIII века долги компании начали возрастать, и у нее начались проблемы. Рост акционерного капитала стал поводом для слухов об огромных хищениях, после чего были сделаны изменения в структуре управления компании, в частности, усовершенствован порядок избрания совета из 24 директоров.

быть иностранцы. Если возникала потребность продать акции другому акционеру той же компании, требовалось разрешение специального комитета. Владельцами акций (преимущественно крупных пакетов) были состоятельные лица, а спекуляции акциями практически не существовало. В то время только незначительное количество супербогатых представителей элиты имели головной доход порядка 100 тыс. фунтов. Мелкий чиновник получал 10 фунтов в год, квалифицированный рабочий около 40–50 фунтов в год, и люди с годовым доходом 300–500 фунтов считались весьма состоятельными.

Вскоре правила обращения акций радикально изменились – с 1690 г., через два года после финансовой революции акции стали свободно покупаться и продаваться. Их популярность была очень высокой – все считали вложение сбережений в эти ценные бумаги весьма выгодным делом. Так, в британской ост-индской компании те, кто инвестировал свои капиталы в акции в 1660 г., к 1688 г. только лишь от роста курсовой стоимости получили прибыль в 1200%, не считая выплаченных дивидендов.

В июне 1691 г. по октябрь 1693 г. начался новый учредительский бум – были зарегистрированы патенты для 61 новой компании. Из них 11 были связаны с подводными погружениями – мания кладоискательства продолжалась. Остальные также были далеки от реальной производственной либо коммерческой деятельности, и цель их учреждения была проста – за счет рекламы повысить цены на акции (точнее, паи) и максимально выгодно их продать – например, по 60 фунтов при номинале 15. К концу 1695 г. в Англии было 150 акционерных («публичных», как они тогда назывались) компаний с совокупным капиталом 4,2 млн фунтов. 75% этого капитала принадлежали крупнейшим компаниям – Bank of England, Million Bank, East Indian Company, Royal African Company, Hudson Bay Company, New River Company.

Тем временем у правительства Вильгельма Оранского, созданного во время «славной революции» 1688 г., начались проблемы. Из-за войны с Испанией, вызвавшей огромные расходы, государство начало снижать содержание драгоценных металлов в монетах – такая практика была обычной в то время. В ответ на это все начали прятать полноценные монеты, и они исчезли из обращения. К 1694 г. взять деньги в кредит в Лондоне было практически невозможно ни под какие проценты. Это сразу же сказалось на ценных бумагах – государственные облигации на 40% снизились в цене, особенно после того, как не удалось разместить государствен-

ный выигрышный заём. Акции Hudson Bay снизились почти в два раза (на 70–90%), East Indian Company – более чем в пять раз. Многие мелкие акционерные компании прекратили существование, в первую очередь те, которые создавались для поисков затонувших кораблей с сокровищами¹³³.

Но, несмотря на все эти трудности (а может быть и благодаря им) в сфере государственных ценных бумаг произошли важные изменения. В 1693 г. парламентом были введены гарантии по государственным облигациям. А в 1694 г. Банк Англии – частный акционерный банк с быстро растущим влиянием – не только разместил свои акции, но и получил монополию на ведение банковской деятельности в стране при условии предоставления правительству займа 1,2 млн фунтов (ежегодные проценты по займу составляли 100 тыс. фунтов). В 1696 г. в обращении появились казначейские векселя, а в 1697 г. Банк Англии конвертировал государственный долг в свои акции. А в 1704 г. по примеру Нидерландов все государственные долговые бумаги были сделаны передаваемыми. Так была заложена основа для их обращения, а соответственно и для рынка ценных бумаг. Однако на практике, в отличие от акций, продать государственные долговые бумаги было почти невозможно, и даже в случае смены владельца проценты по облигациям продолжали проступать первоначальному их держателю. В смысле обращаемости акции имели явное преимущество.

История South Sea Company

В начале XVIII века, когда происходило расширение британского влияния в международной торговле, в Англии было уже более сорока колониальных компаний. Распространение таких компаний привело к нарастанию ажиотажа вокруг спекуляции акциями, особенно активной в начале XVIII века. В акционерном буме принимали участие представители аристократии, в том числе принц Уэльский (получивший прозвище Prince Wales Bubble).

В 1710 г. Банк Англии получил монополию на выпуск бумажных денег. Другие банки были лишены этого права, что придавало Банку Англии всё больше черт центрального государственного банка. Став монополистом, банк снизил прибыль по своим

¹³³ Bagehot W. Lombard Street: A Description of the Money Market / W. Bagehot. – London, 1873 (Reprint – New York: Scribner, 2005, 2008). – P. 37.

ценным бумагам до 5%. Однако Банк Англии в это время ещё не был настолько популярным и надежным, чтобы инвесторы просто так смирились с этим фактом и не попытались найти более выгодных способов вложения своего капитала в колониальные компании.

Вскоре после этого, в 1711 г. была основана South Sea Company. В первые годы своего существования она не совершила ничего выдающегося и была мало известна. Компания привлекла к себе внимание, когда от неё поступило предложение выкупить весь государственный долг за счет прибыли от продажи акций. Этим она тесно связала себя с правительством, и когда началась продажа акций, их цена быстро поднялась со 125 до 2000 фунтов. Начался грандиозный бум – знаменитый South Sea Bubble. Хотя это был лишь один из многих спекулятивных пузырей, распространившихся в Англии в эти годы¹³⁴, но по масштабам и по следу, оставленному в истории, он, конечно же, превосходил все остальные бумы и крахи.

«Компания Южного моря»¹³⁵ (South Sea Company) была учреждена в 1711 году группой состоятельных банкиров и купцов, занимавшихся международной торговлей. Компания изначально создавалась по инициативе консервативной партии тори для участия в финансировании государственных военных расходов, для чего и был разработан масштабный план постепенного выкупа английского государственного долга.

Основным акционером компании был Sword Bank, учрежденный компанией Sword Blade Company¹³⁶. Компанию контролировал финансовый авантюрист Джон Блант, он же стал

¹³⁴ За несколько лет до начала общего спекулятивного бума на британском троне начала править новая ганноверская династия германского происхождения, власть короля была еще больше ограничена, а роль парламента возросла. В это время Великобритания, объединившая Англию и Шотландию, была единственной европейской страной, имевшей действующий парламент, политические партии и в целом свободную прессу. Все это придавало спекулятивным скандалам 1720-х годов политическую окраску, делая их частью борьбы различных политических группировок.

¹³⁵ «Южным морем» называлась тогда южная часть Атлантики, омывавшей берега Южной Америки, колонизированной испанцами. Вскоре это название Южной Атлантики было забыто и практически вышло из употребления, оставшись только на старых картах. Поэтому нередко название компании переводят как «Компания Южных морей», внося этим путаницу. «Южными морями» во второй половине XVIII века и в начале XIX в. называлась южная часть Тихого океана, в районе Полинезии.

¹³⁶ История этой компании начиналась с производства мечей. Затем сфера деятельности Sword Blade Company расширилась и она превратилась в крупный земельный банк, предоставлявший займы правительству.

основным учредителем South Sea Company. Двумя другими соучредителями были Джордж Касвэлл, лондонский финансист и брокер, а также Роберт Харли, министр финансов. Харли, основной покровитель компании со стороны правительства, был лидером консервативной партии тори¹³⁷. Основание этой компании в значительной мере было частью политической борьбы Харли против своих оппонентов – либеральной партии вигов¹³⁸, поддерживавших Банк Англии, основанный в конце XVII в.

Первоначально Харли планировал получить контроль над Банком Англии через голосование на общем собрании акционеров. Харли предполагал, что виги, имевшие больше акций банка, не придут на собрание. Но о его планах стало известно герцогине Мальборо, влиятельной политической фигуре партии вигов, и благодаря её активности на собрании акционеров преобладали виги. План Харли не удался и тогда он решил учредить компанию, которая могла бы стать достойным противником Банка Англии. В 1711 г. Sword Bank занялся размещением государственных облигаций выигрышного займа (в то время их называли лотерейными билетами, так как кроме фиксированного процента прибыли по облигациям по ним разыгрывались призы). Подписка на выигрышный заём прошла успешно, и банк собрал 5,3 млн фунтов (о масштабах этой суммы говорит тот факт, что в 1720 г. британский государственный долг составлял 20 млн фунтов). Именно в Sword Bank возникла грандиозная по своему масштабу идея – создать торгово-финансовую компанию, которая возьмет на себя обслуживание и погашение части государственного долга на сумму 10 млн фунтов (около 50% от общего размера долга).

Замысел состоял в том, что компания принимает облигации государственного долга, выдавая взамен свои акции, курсовая стоимость которых теоретически могла со временем значительно вырасти. Государство платило компании 6% прибыли по взятым ей облигациям, а компания обязывалась выплачивать дивиденды держателям акций. Выгода для владельцев облигаций была прежде всего в том, что продать их было проблематично, в то время как

¹³⁷ Тори, предшественники партии консерваторов – сторонники монархии и англиканской церкви. В партию входили крупные землевладельцы и государственные служащие.

¹³⁸ Виги, предшественники партии лейбористов, сторонники власти парламента над королем. В партию входили родовые аристократы, а позже – богатые купцы и промышленники. Эта партию контролировала и Банк Англии, и британскую Ост-индскую компанию.

акции новой компании могли бы пользоваться неплохим спросом. К концу 1711 г. 97% владельцы краткосрочных государственных облигаций обменяли их на акции South Sea Company, а государство обязалось выплачивать компании ежегодно 576,5 тыс. фунтов. На деле эти выплаты постоянно задерживались, и первые годы существования компании её акции стоили ниже номинала. Доходными они стали только с 1716 г., давая прибыль 4,5%. Государственные облигации, котирувавшиеся значительно ниже номинала, приносили 9% дохода.

Прибыль, получаемая Испанией от своих колоний в Латинской Америке, вызывала в Англии всеобщую зависть. В Испанию поступали не только тонны золота и серебра, но и сахар с островов Карибского моря, и недаром считалось, что на торговле со странами этого региона мира можно быстро разбогатеть. В английских газетах печаталось множество рекламных статей, о том какой большой спрос могли быть иметь в Южной Америке английские товары. Часто представления об этом были далеки от реальности. В перечень товаров включали и такие забавные позиции, как шелковые носовые платки, видимо, серьёзно считая, что они будут пользоваться успехом.

При учреждении South Sea Company было объявлено, что держатели государственных облигаций на сумму около 9 млн фунтов получают в обмен на эти бумаги акции. Так компания изначально стала крупнейшим кредитором государства, чем объясняется тесная связь всей этой истории с политикой правительства. Специальным парламентским актом компании предоставлялось монопольное право торговли с испанскими колониями в Южной и Центральной Америке, а также на торговлю рабами, поставляемыми из Африки в Северную Америку. Вскоре после учреждения были организованы заказные публикации в прессе, расхваливавшие фантастические прибыли, которые могли получить владельцы акций от этой торговли.

Британских инвесторов, создавших ажиотажный спрос на акции, привлекала возможность получить высокие доходы от торговли с испанскими колониями, что в то время было для них инновационным, поскольку эти колонии находились в сфере влияния Испании, с которой Англия враждовала. О реальном экономическом состоянии и богатстве этих колоний в то время было мало известно, поэтому возникли нереалистические ожидания огромной прибыли. В обществе распространились самые невероятные слухи о сокровищах Южной Америки и о том, что Испания готова усту-

пить Англии четыре гавани в Перу и Чили, а также может предоставить компании монопольное право на торговлю во всей Южной Америке.

Учредителей компании вдохновлял успех Mississippi Company Джона Ло во Франции, хотя финансовая схема, положенная в основу «South Sea Company» была, пожалуй, ещё более масштабной – компания предлагала поменять практически все британские облигации государственного долга на свои акции по соотношению рыночных курсов этих бумаг на момент обмена. Облигации государственного долга оценивались по номиналу (100 фунтов), акции при номинале 100 фунтов уже вскоре после выпуска котировались по 125–130 фунтов. Для владельцев компании эта сделка изначально была очень выгодной, а для держателей облигаций отсроченная выгода заключалась в том, что они надеялись на повышение курса акций и на связанные с этим прибыли.

Как только парламент принял решение одобрить предлагаемый обмен ценных бумаг, курс акций начал расти. Заказных рекламных публикаций в прессе стало ещё больше, они распространяли слухи, что готовится подписание договора с Испанией, собиравшейся якобы открыть свои колонии для английских товаров, после чего золото и серебро потекут из Южной Америки в карманы владельцев акций. Кризис «системы» Джона Ло в Париже в начале 1720 г. способствовал росту курса акций «South Sea Company» – те, кто успел вовремя забрать свои деньги во Франции, теперь искали пути их выгодного вложения, и проекты «South Sea Company» появились как нельзя вовремя. Закон об обмене на акции государственных облигаций был на редкость быстро утвержден парламентом и подписан королем Георгом I, почетным председателем компании. А через пять дней после вступления закона в силу была объявлена подписка на новую эмиссию акций с продажной ценой 300 фунтов. Эмиссия быстро разошлась и вместо запланированного одного миллиона фунтов было собрано два миллиона. Это был очевидный успех, после чего было объявлено о подписке на новую эмиссию с продажной ценой 400 фунтов. Всего за несколько часов акций продали на полтора миллиона фунтов. Известие об этом быстро распространилось, и начался всеобщий ажиотаж.

К 1717 г. курс достиг 120%, хотя к тому времени стало ясно, что попытки организовать торговлю товарами и рабами не дают

желаемых фантастических прибылей¹³⁹. Надежда оставалась на финансовую сторону деятельности компании. К тому времени Роберт Харли, основной покровитель компании в правительстве, был снят со своего поста, однако его место председателя совета директоров занял принц Уэльский – сын правящего короля Георга I. А в 1717 г. была начала конвертация еще одной части государственно-го долга – лотерейных займов 1711–1712 гг. и аннуитетов 1705 г. в погашаемые 5% аннуитеты. Этой операцией занимался Банк Англии. Две конвертации – в акции «Компании Южного моря» в 1711 г. и в аннуитеты Банка Англии в 1717 г. существенно сократили государственный долг, но они касались той части долга, которая могла быть погашена (при наличии средств) до истечения срока погашения. Оставалась ещё часть долга, не могущая быть погашенной до истечения срока. Общий рост акционерного учредительства, а также курса акций «Компании Южного моря» создал благоприятные условия для погашения оставшейся части долга, и эта конвертация в акции компании была проведена в начале 1719 г., когда на акции обменяли лотерейный заем 1710 г. Владельцы получали акции на общую сумму 1,5 млн фунтов, что более чем в 10 раз превышало годовой доход по облигациям (около 135 тыс. фунтов). Этот доход государство обязалось выплачивать компании. В конвертации участвовало около 70% держателей облигаций, а суммарный капитал компании за счёт конвертации достиг 12 млн фунтов.

Компания привлекла всеобщее внимание, о торговле с Южной Америкой уже мало кто вспоминал, и сам король Георг пожелал стать председателем совета директоров. Такое решение короля было вызвано, отчасти, его долгами – он тратил в год на сотни тысяч фунтов больше, чем ему выделял парламент. К тому же, у короля были разногласия с сыном, принцем Уэльским, и он пожелал полностью контролировать столь прибыльную компанию. Участие короля в компании стало знаком для всех инвесторов, что компании можно доверять и что ее капитал гарантируется государством. Все заговорили об успешности новой компании.

¹³⁹ Компания пыталась заниматься и работоторговлей, не принесшей существенной прибыли, и китобойным промыслом, и торговыми операциями с Латинской Америкой. Но по принятым в то время торговым квотам компания отправляла раз в год всего один корабль с товарами, что было не очень выгодно прежде всего по причине конкуренции с более активной испанской торговлей (испанцы гораздо раньше начали поставлять в Вест-Индию те же европейские товары, которые могли предложить англичане).

Впрочем, ни о какой реальной успешности говорить не приходилось. В конце 1718 г. возобновилась война с Испанией, и все те семь портов, куда имели право заходить корабли «Компании Южного моря», были заняты испанцами. На фоне все этих событий долги правительства быстро росли – к концу 1719 г. 3,4 млн оно было должно Банку Англии, 3,2 млн – Ост-Индской компании, а 11,8 млн фунтов – Компании Южного моря. 31,5 млн фунтов составляли долги инвесторам, купившим облигации.

Однако, несмотря на не самые благоприятные события, на рынке ценных бумаг продолжался рост курсов облигаций и акций (в конце 1719 г. акции котируются в среднем 130–140% от номинала). В условиях такого повышения возник план конвертировать в акции компании Южного моря публичный долг (31,5 млн фунтов). Часть его (16,5 млн фунтов) составляли долговые обязательства, погашаемые по первому требованию, а часть (15 млн) – долговые обязательства со сроком погашения 22 года. Одни только выплаты процентов по этому публичному долгу достигали 1,5 млн фунтов в год.

Первоначально был замысел конвертировать весь государственный долг, но Банк Англии и Ост-Индская компания контролировались партией вигов, и эта партия не позволила бы такую операцию со стороны «Компании Южного моря», контролировавшейся политическими конкурентами – партией тори. Тогда «Компания Южного моря» предложила выкупить публичный долг по номиналу, конвертируя его в акции по цене выше номинала. Иными словами, если одна акция компании номиналом 100 фунтов выросла в цене до 200 фунтов, то за счет курсовой разницы можно было погасить не 100, а 200 фунтов конвертируемого облигационного долга. Так как долг выкупался по номиналу, в этом случае 100 фунтов разницы составляло бы чистую прибыль компании. В компании рассчитывали на то, что курс вырастет до 300, так что прибыль могла быть ещё большей. Манипуляции с конвертацией государственного долга были настолько прибыльными, что перспективы торговли с Южной Америкой уже никого не интересовали, хотя в 1719 г. Испания заключила мир с Англией.

Компания предлагала заплатить правительству 3 млн фунтов за получение привилегии конвертировать государственный долг. Государство по этому плану должно было компании проценты по облигациями – 5% в первые 7 лет и 4% в последующие годы. План должен был утвердить парламент, и в ноябре 1719 г. король выступил с поддержкой этой идеи, мотивируя её пользу освобождением

от долгов. Банк Англии и Ост-Индская компания выступили против, считая, что принятие такого плана чрезмерно усилит Компанию Южного моря, а Банк Англии выразил готовность взять на себя обслуживание государственного долга. Банк Англии предлагал даже более выгодные условия, но Блан не скупился на взятки, сумма которых достигла 1,3 млн фунтов наличными.

Если первые две конвертации частей государственного долга в акции «Компании Южного моря» проходили в общем-то спокойно, публичный долг замещался непубличным, консолидировался и компания становилась одним крупным кредитором правительства вместо многих мелких, то за право участвовать в третьей конвертации разгорелась ожесточенная борьба. Настораживал сам размер платы за право участия в конвертации – он достигал 25% от размеров долга, и это не могло не наводить инвесторов на мысли, что затевается грандиозное мошенничество. Когда предложение «Компании Южного моря» было принято правительством, Блан объявил свой главный козырь – продажа акций компании в кредит. Кредиты выдавались под залог самих акций по схеме 250 фунтов кредита под залог акции номиналом 100 фунтов. Один заёмщик мог получить не более 3000 фунтов кредита под 5%. На таких условиях было выдано кредитов на немалую сумму – 1 млн фунтов, и курс акций стал быстро расти. После начала продажи в кредит он был 270 фунтов (при номинале 100 фунтов), а после 21 марта 1720 г., когда парламент одобрил указ о передаче части государственного долга компании, он быстро вырос до 400 фунтов.

Так как многие понимали сомнительность финансовой схемы и неизбежность прекращения роста курса акций, началась новая волна искусственно создаваемых слухов (такая практика была обычной в то время) о возобновлении выгодной торговли рабами и о том, что Испания готова передать Англии четыре порта в Перу в обмен на Гибралтар. Слухи распускались, чтобы придать хотя бы какую-то экономическую обоснованность деятельности компании. Тем временем многие акционеры приняли здравое решение продать акции, пока их цена была высокой, и курс этих бумаг упал ниже 300 фунтов. Чтобы остановить падение и подогреть интерес к акциям, компания предложила первую публичную подписку за деньги, уже не связанную с конвертацией государственных облигаций. По цене 300 фунтов первоначально предлагались акции на 2 млн фунтов, потом общий их объём был увеличен до 2,25 млн фунтов из-за высокого спроса. Чтобы стимулировать спрос, предлагалось при покупке оплачивать 20% стоимости акций, остальная

часть суммы должна была выплачиваться частями с интервалом в два месяца. Только лишь за первый час после начала подписки было куплено акций на 1 млн фунтов.

Вскоре после этого, в апреле 1720 г. была проведена вторая подписка на ещё более выгодных условиях – акции продавались в кредит на общую сумму 5 млн фунтов (но не более 3000 фунтов одному инвестору. Только лишь за два дня, 29–30 апреля было продано акций на 1 млн фунтов, среди покупателей были король и его сын, принц Уэльский. 19 мая 1720 г. были объявлены условия конвертации государственных облигаций на акции компании. Владелец облигаций с прибыльностью 5% предлагалась передать их компании по номиналу (100 фунтов). Взамен им предлагались пакеты ценных бумаг рыночной стоимостью около 3200–3300 фунтов. В пакет входили 5 облигаций компании и 7 акций, котировавшихся по 380–400 фунтов. В том случае, если владельцы пакета сразу же продали его, они могли получить около 3300 фунтов (продать государственные облигации было намного труднее, чем пользовавшиеся в тот момент спросом акции «Компании Южного моря»). В том же случае, если они верили в дальнейший рост акций, они могли рискнуть и подождать повышения курса. На это и рассчитывало руководство компании. И действительно, акции быстро выросли до 450 фунтов и к концу мая приблизились к цене 500 фунтов. А в начале июня курс акций достиг 830 фунтов¹⁴⁰.

Наиболее осторожные инвесторы начали избавляться от акций, подозревая, что вскоре после достижения пика начнется их падение. Они вкладывали прибыль преимущественно в земельную недвижимость. Менее искушенные инвесторы тратили неожиданно пришедшее богатство на предметы роскоши. Чтобы поддерживать цену акций на максимальном уровне, «Компания Южного моря» расширила практику продажи в кредит, увеличив его размер для одного инвестора до 4000 фунтов. Только лишь за один месяц, с середины мая до середины июня кредитов для покупки акций было выдано на 3,5 млн фунтов, однако цена акций все же не удержалась на максимальной отметке и опустилась до 750 фунтов.

Успех в размещении акций компании Южного моря вызвал общий бум акционерного учредительства – в 1720 г. было основано 190 новых акционерных компаний, в том числе несколько страховых, среди которых были Royal Exchange и London Assurance.

¹⁴⁰ Balen M. The King, the Crook and the Gambler. The True Story of the South Sea Bubble and the Greatest Financial Scandal in History / M. Balen. – New York: Harper Collins, 2002. – P. 112.

Цена акций новых компаний быстро росла, иногда в 10–25 раз превышая номинал (акции страховых компаний на пике акционерного бума в среднем в 25 раз превышали номинал). Повысилось в цене и акции East Indian Company (с 100 до 445 фунтов), Royal African Company (с 23 до 200 фунтов), Million Bank (с 100 до 400 фунтов).

Всё это вызвало активизацию и других подобных «мыльных пузырей» – учреждение новых акционерных компаний приобрело массовый характер, но большинство из них имели спекулятивный характер, создаваясь для того, чтобы за счет рекламы повысить курс акций и побыстрее продать их, не планируя при этом какой-либо реальной деятельности. Среди компаний, объявивших своей целью создание вечного двигателя и т. п. выделялась одна, учрежденная для осуществления весьма выгодного предприятия, характер которого «пока не подлежал разглашению». Учредитель даже не стал утруждать себя, придумывая очередной нереалистичный проект, рассчитывая и без этого собрать деньги в условиях общего ажиотажа. В проспекте компаний была объявлено об эмиссии 5000 акций по 100 фунтов. Для завлечения публики было объявлено, что каждый, кто внес 2 фунта, может быть внесен в списки акционеров и поставлено в очередь на приобретение акций. Предполагалось, что цели компании будут объявлены через месяц после окончания подписки, после чего акционерам необходимо будет внести остающиеся 98 фунтов. Учредитель обещал выдать за год дивиденд 100 фунтов на одну акцию, т. е. 100%. В день начала подписки возле конторы учредителя собралась огромная толпа. Как и следовало ожидать, собрав за первый день 2000 фунтов, учредитель исчез в неизвестном направлении.

Всего в то время Лондоне возникло более ста всевозможных новых акционерных компаний с капиталом более 4 млн. фунтов, рассчитывавших получить 220 млн. фунтов прибыли от продажи акций. Новые компании были связаны с самыми различными сферами деятельности – от решения спорных земельных вопросов и попыток извлечения серебра из свинца до изготовления дамских шляпок и париков. Масштабы бума были таковы, что общая капитализация быстро растущего рынка акций достигла 500 млн. фунтов – почти в сто раз больше, чем в 1695 году (около 5 млн фунтов).

Современники стали называть эти компании «мыльными пузырями» (bubbles), и это понятие с тех пор прижилось для обозначения «дутых» акционерных компаний, обещающих высокие при-

были при весьма незначительной реальной деятельности. Одним из первых понятие «bubble» использовал Джонатан Свифт, вложивший свои сбережения в акции South Sea Company и потом понесший большие убытки. В небольшой сатирической поэме «The Bubble» Д. Свифт в ироничной форме описывал возникновение финансового мыльного пузыря и его неизбежную судьбу – крах. «Народ слишком поздно понял, подсчитав все свои убытки, что директора компании бросали обещания на ветер, и «South Sea» оказалась большим пузырем»¹⁴¹.

Основным критиком и противником этих мелких спекулятивных пузырей была «Компания Южного моря». Блант решил, что массовое учреждение многочисленных акционерных компаний оттягивает капиталы от инвестирования в акции «Компании Южного моря», и что необходимо ограничить акционерный бум. Он предложил издать Bubble Act – закон «о мыльных пузырях», и 9 июня парламент утвердил закон, полностью называвшийся «Royal Exchange and London Assurance Corporation Act»), запрещавший учреждение акционерных компаний без разрешения правительства и оформления лицензии. Нарушителям грозил штраф и даже тюремное заключение.

Это был первый нормативный документ, связанный с усовершенствованием корпоративного управления), требовавший государственную регистрацию акционерных обществ и признававший незаконным обращение ценных бумаг всех незарегистрированных обществ. Нормы закона были достаточно строгими и предполагали для нарушителей не только большие штрафы, но и тюремное заключение.

Предполагалось, что после принятия «Bubble Act» учредительский бум пойдет на спад. Оценка акционерного ажиотажа была неоднозначной – с одной стороны, это был естественный результат распространения акционерных компаний с неизбежными издержками и мошенничеством, которые были и в дальнейшем во всех подобных бумах. Возможность легкого учреждения акционерных обществ без регистрации давала возможность создавать не только спекулятивные, а и вполне конструктивные предприятия. Когда же свободное учреждение акционерных компаний было запрещено в 1720 г., это задержало на полвека промышленную революцию в Англии.

¹⁴¹ Swift J. The Bubble / J. Swift. – <http://www.buyandhold.com/bh/en/education/history/2004/swift.html>.

Принятие Bubble Act не сразу вызвало спад. К тому же, 15 июня была объявлена новая, третья подписка на акции «Компании Южного моря». Преплагалось 50 тыс. акций номиналом 1000 фунтов, при покупке первоначальный взнос составлял всего лишь 10%, остальная часть суммы уплачивалась в течение нескольких лет. Спрос на акции был ажиотажный, и вся эмиссия была размещена за несколько дней. Компания получила 5 млн фунтов наличными, и они были потрачены на новые кредиты. Размер кредита одному инвестору был ограничен суммой 5000 фунтов, но на практике влиятельным представителям аристократии (а их было немало среди инвесторов) выдавались значительно большие кредиты, достигавшие десятков тысяч фунтов. Ажиотаж нарастал, и цена акций достигла 950 фунтов. Всего кредитов на покупку акций было выдано на 60 фунтов при том, что сумма конвертированной части государственного долга была в два раза меньше¹⁴².

Высокий курс с колебаниями держался до августа 1720 г., когда начали сказываться последствия принятия Bubble act. Они были совсем не теми, на которые рассчитывал Блант, лоббируя принятие закона. По новым правилам многие компании оказались незаконными, курсы из акций начали падать, а инвесторы стали от них избавляться. Так как инвесторы имели, как правило, акции нескольких компаний и все они были куплены в кредит, началась цепная реакция продажи и падения курсов бумаг даже самых солидных компаний.

Хотя «Bubble Act» был принят по инициативе South Sea Company, начавшееся снижение курсов всех акций грозило распространиться и на «Компанию Южного моря». Некоторое время курс акций компании продолжал повышаться и достиг 900 фунтов (при номинале 100 фунтов). Распространились слухи, что это предел и акции больше расти не будут. Говорили, что люди из окружения короля начали распродавать свои пакеты акций. Эти слухи сразу же вызвали временное падение курса до 640 фунтов. Правление компании дало распоряжение своим агентам быстро начать скупать акции и так к концу августа курс снова удалось искусственно поднять до 1000 фунтов. Спекулятивный пузырь достиг своего максимального размера. Но тревожные настроения продолжали распространяться, акции начал продавать председатель правления Джон Блант и другие директора, и курс снова стал понижаться.

¹⁴² Harris R. The Bubble Act: Its Passage and its effect on Business Organizations // R. Harris// Journal of Economic History. – 1994. September. – Vol. 54. №3. – P. 622.

Попытки Бланта привлечь к помощи Банк Англии (он предлагал банку купить по 400 фунтов пакет акций на 3,75 млн фунтов, либо выдать компании кредит на 3 млн) были безуспешными – несмотря на достигнутые предварительные договорённости, общая паника на рынке ценных бумаг нарастала так быстро, что Банк Англии начал опасаться за свою стабильность. Всё это вызвало сильное беспокойство в правительстве – компания заняла слишком важное место в британской финансовой системе. Банка Англии не хотел вмешиваться в дела компании, чтобы сохранить свою репутацию. После долгих дебатов правление банка приняло решение начать подписку на 5% облигации на сумму 3 млн фунтов, чтобы предоставить эти деньги в кредит компании на год. Вначале облигации стали быстро раскупаться и даже казалось, что необходимая сумма будет собрана за один день, но потом спрос на облигации резко снизился. Это было воспринято всеми как неудача, и начались не только массовые продажи акций «Компании Южного моря», но и снятие вкладов в Банке Англии. Банку удалось сохранить свою стабильность, но акции компании упали до 130–135 фунтов, что стало полной катастрофой для акционеров – множество инвесторов понесли огромные убытки.

Среди них был Исаак Ньютон, в то время управляющий Королевским монетным двором. Когда спекулятивный ажиотаж только начинался, Ньютон вложил в акции свои сбережения, но затем стал опасаться краха и продал свои бумаги за 7 тыс. фунтов, получив 100% прибыли. Однако когда началась вторая волна искусственного подъёма, он поддался общему ажиотажу и снова купил акции уже по гораздо более высокой цене, но в конечном счете понес большие убытки, потеряв безвозвратно огромную по тем временам сумму – 20 тыс. фунтов.

Последствия краха компании могли быть очень серьёзными – операции с крупными эмиссиями акций требовали значительного количества денег. Если во Франции во время спекулятивного бума, организованного Джоном Ло, эта проблема решалась за счёт эмиссии банкнот лишь одного банка, созданного самим Ло, то в Англии для оплаты акций широко использовались векселя многих частных банков. Эти векселя по своей надёжности приравнивались к наличным деньгам, но когда началось обвальное падение курсов акций, многие должники не могли погасить вексельные долги, чем поставили целый ряд банков в затруднительное положение. Так трудности одной акционерной компании, пусть даже и крупнейшей, создали для всей финансовой системы риск общего

кредитного кризиса. В правлении Банка Англии поняли, что их попытки спасти компанию бесперспективны и лишь угрожают стабильности банка, после чего решили смириться с неизбежным и не вмешиваться в падение акций, принявшее катастрофический характер.

В результате грандиозного краха большинство инвесторов «Компании Южного моря» обанкротилась, хотя те, кто вовремя избавился от акций по высокой цене, временами весьма неплохо заработали, получив в некоторых случаях десятикратную прибыль. После обвала рынка ценных бумаг наступил спад и на товарном рынке – никто уже не покупал предметы роскоши, ещё недавно столь популярные. Затронул спад и рынок недвижимости.

Когда крах компании стал очевидным для всех, было начато парламентское расследование с целью найти виноватых – предположительно, среди директоров. Некоторые высказывали мнение, что когда начинается пожар, его необходимо в начале потушить, а потом уже искать виновных. Так и в истории с «Компанией Южного моря» необходимо было вначале предотвратить кредитный кризис и общую дестабилизацию финансовой системы, а потом уже искать виновных. Был разработан план ликвидации долгов и дел компании, что было поручено Банку Англии и Ост-Индской компании.

Директорам и другим руководящим сотрудникам компании запретили покидать Англию, они должны были декларировать всё имевшееся у них имущество, в том числе движимое, и до завершения следствия директора не имели права как либо распоряжаться этим имуществом. Однако дело принимало всё более скандальный характер. Казначеем компании Найту, знавшему все финансовые секреты, удалось бежать из Лондона вместе с бухгалтерскими книгами и другими документами. На специально арендованном корабле он перебрался во Францию, а затем в Антверпен, принадлежавший тогда Австрии. Английское правительство требовало выдачи Найта, но дело затянулось. Тем временем Найту удалось подкупить тюремное начальство и бежать.

После этого все директора компании были арестованы. Следствие отмечало, что многие допрашиваемые по этому делу намеренно уклонялись от прямых ответов и запутывали ход следствия. В бухгалтерских книгах были обнаружены фиктивные записи и вырванные листы, ряд документов бесследно исчез. Всё указывало на явное мошенничество. Комитет по расследованию

установил, что еще до принятия закона о привилегиях компании её руководство фиктивно и без фактической оплаты продало крупные пакеты акций по сниженной цене правительственным чиновникам и членам парламента. Если бы закон не был утвержден, эти лица ничего не потеряли бы, так как не платили деньги. А после того, как закон приняли и начался быстрый рост курсов акций, они получили значительные прибыли. Комиссия расценила эти операции как взятки в особо крупном размере – а размер их действительно впечатлял, от 10 до 250 тысяч фунтов. Результаты расследования оказались настолько скандальными, что палата общин приняла решение напечатать отчет следственного комитета, чтобы сделать его достоянием гласности.

Особенное внимание привлек судебный процесс против Чарльза Стенхоупа, одного из руководителей казначейства. Стенхоуп утверждал, что все свои деньги доверил казначею компании Найту (к тому времени тот уже скрылся), чтобы он покупал для Стенхоупа акции по рыночному курсу. Однако на счетах Стенхоупа было обнаружено 250 тысяч фунтов, происхождение которых он не смог объяснить. Участие Стенхоупа в махинациях компании было очевидным, но, несмотря на это, Стенхоуп необъяснимым образом был оправдан. Когда этот факт стал известен, он вызвал невероятное массовое возмущение. Толпы недовольных стали собираться в различных частях Лондона, и власти опасались массовых беспорядков.

Не меньшее внимание привлекло содействие по делу бывшего канцлера казначейства Эйлсби. Его соучастие в финансовых мошенничествах компании было настолько очевидным, что Палата общин единогласно признала – Эйлсби с корыстной целью поощрял злоупотребления компании, вступив в сговор с директорами в ущерб интересам государства. Бывший руководитель казначейства был приговорен к тюремному заключению и конфискации всего имущества. Наказанию подверглись все 33 директора компании, у которых было конфисковано в общей сложности 2 млн фунтов. У каждого из них конфисковали часть его состояния в соответствии с доказанной виной в мошенничествах компании. Наиболее суровым было наказание Бланта – из его состояния, оцененного следствием в 183 фунтов, было конфисковано 178 тыс.

Распространено мнение, что история взлета и краха «Компании Южного моря» затормозила развитие британского рынка ценных бумаг (как и в целом всей экономики страны) почти на полве-

ка, отсрочив промышленную революцию. В то же время, этот пузырь принял формы финансовой аферы лишь на последней стадии. До того можно было видеть успешный взлёт крупной финансовой компании, вышедшей далеко за рамки первоначально заявленных планов деятельности, в общем-то обычных для всех колониальных компаний. В этом смысле в долгосрочной перспективе история «Компании Южного моря» лишь ускорила возникновение финансового капитализма и создание эффективного и жизнеспособного британского финансового рынка.

Скандал вокруг «Компании Южного моря», как и банкротства других колониальных компаний не изменили общих тенденций развития рынка ценных бумаг, и в XVIII веке в Англии происходило активное развитие акционерных обществ, связанных с созданием внутренней транспортной системы, строительством каналов и, прежде всего, промышленным производством. Англия, превратившись в «громадную фабрику, работающую на весь мир», сделала акцент на промышленный сектор экономики¹⁴³.

Спекулятивный бум 1790-х годов вокруг акций каналов

Впрочем, крах «Компании Южного моря» надолго охладил энтузиазм британских инвесторов и отбил у них желание связываться с акциями. Новая волна спекулятивного ажиотажа началась лишь в 1790-е годы, когда модной новинкой стало строительство

¹⁴³ «Самоустранение Англии от земледельческого производства и сосредоточение почти всех ее производительных сил на фабрично-заводском и горном деле было очень важным условием ее обогащения». «Англия... свое благополучие основала на индустрии», продавая ее продукцию в другие страны и там приобретая сельскохозяйственные товары (В. В. [Воронцов В. П.]. Очерки экономического строя России / [В. П. Воронцов]. – СПб.: Типогр. общества Брокгауз-Ефрон, 1907. – С. 22–23, 72). После принятия в 1720 году Акта о «мыльных пузырях» получить королевскую грамоту об инкорпорации или соответствующий акт парламента, необходимые для учреждения акционерного общества, было достаточно сложно, и в XVIII веке английские компании регистрировались чаще всего в форме партнерства (partnership), а позже в форме «доверительной компании» (settlement company). Наиболее распространенной формой организации предпринимателей стал партнершип – командитное товарищество, для создания которого было достаточно двух или более человек, один из которых нес перед кредиторами неограниченную ответственность; для учреждения такого товарищества не нужно было никаких лицензий либо хартии. Преобладали небольшие товарищества – «частный партнершип» (private partnership). Крупные компании, в которых было много участников – «публичный» партнершип (public partnership) стали предшественниками современных limited liability companies – обществ с ограниченной ответственностью.

каналов. В Англии первый канал длиной 30 миль был построен в 1768 г. Каналы значительно удешевляли транспортировку угля, промышленных товаров и сельскохозяйственной продукции, и за два десятилетия было проложено тысячи миль каналов.

Каналы приносили высокую прибыль, и компании, строившие каналы, обещали своим акционерам высокие дивиденды. Акции этих компаний снова оказались в центре внимания британского общества, и в 1790-е годы начался новый спекулятивный бум, достигший своего пика в 1792–1793 гг.

Инвестиции в акции каналов стали настолько модной темой, что газеты были заполнены объявлениями о собраниях акционеров и услугах брокеров, предлагавших свои услуги по приобретению акций каналов. Бум закончился в январе 1893 г., когда Франция объявила войну Англии. Впрочем, начало войны было лишь толчком, так как были и более серьезные экономические причины.

Первые каналы были действительно необходимы и экономически оправданы, поэтому доходность вложенного капитала в них достигала 50%. По мере нарастания бума и учреждения множества компаний, прокладывавших каналы, нередко их постройка уже не была экономически оправдана, и доходность инвестиций снизилась до 5%. Это было сопоставимо с доходностью государственных облигаций, и экономические мотивы интереса к каналам и ценным бумагам строивших их компаний значительно ослабели.

Лондонская биржа

После победы Англии в конкурентной борьбе с Голландией за приоритет в морской торговле и снижение значения амстердамской биржи с начала XIX в. основным центром международного рынка ценных бумаг стала лондонская биржа (London Stock Exchange), формально открытая в 1801 г. Предыстория биржи началась еще в 1554 г., когда Томасом Грешэмом была основана Королевская товарная биржа (The Royal Exchange). На том месте, где находилась биржа, между Threadneedle street и Cornhill купцы собирались еще в те далекие времена, когда римляне основали свое поселение Лондиниум в I веке нашей эры.

С 1695 г. на бирже начали проводиться операции с государственными ценными бумагами, а также акциями акционерного Английского банка и других акционерных компаний, которых к этому времени в Англии было около 150. Формирование и рост лондон-

ского рынка акций в конце XVII века было связано с благоприятным сочетанием нескольких факторов, как социально-экономических, так и политических. Особенно заметное стимулирующее действие на рынок акций имело, как это ни странно может показаться на первый взгляд, участие Англии в войне с Францией с 1689 по 1697 г. До начала этой войны общее количество владельцев акций сохранялось примерно на одном уровне – около 700. Ассортимент бумаг, в которые они могли инвестировать свои капиталы, также был ограничен – акции East Indian Company, Royal African Company, Hudson Bay Company. Ликвидность этих акций была не очень высокой, а в 1680-е годы общее количество операций с ними не превышало 300–400 в год. В 1690–1691 гг. рынок акций начал очень быстро расти, а количество из владельцев увеличилось до примерно 5000. Основной причиной этого стала война с Францией, частично нарушившая привычные потоки капиталов, связанные с международной торговлей. Владельцы капиталов начали искать новые пути их инвестирования, выбрав для этого вначале акции колониальных компаний (East India Company, Royal African Company, Hudson's Bay Company), а с 1694 г. – акции Банка Англии¹⁴⁴.

Выбор инвесторов в пользу акций Банка Англии был не случаен – эти ценные бумаги оказались гораздо более надёжными, чем акции колониальных компаний, курсы которых были подвержены сильным колебаниям, зависевшим от различных обстоятельств, главным образом от того, благополучно ли прибыли в порт корабли с товарами. Если корабли задерживались, что было обычным делом при плаваниях в отдалённые части мира, среди инвесторов распространялись слухи о возможных проблемах с товарами, курсы акций падали¹⁴⁵.

¹⁴⁴ Если обратиться к цифрам, можно видеть, что в 1688 г. на рынке было проведено 624 операции с акциями East India Company, 101 – Royal African Company, 24 – Hudson's Bay Company. В 1691 г. – 3139 операций, 928 и 92. В 1694 г. на рынке появились акции Банка Англии (880 операций в год), и они привлекали к себе всё большее внимание инвесторов (1695 г. – 1371 операция, 1698 г. – 2477). Операции с акциями East India Company сократились в 1698 г. до 1158, Royal African Company – до 737, Hudson's Bay Company – до 14 (Parkinson J. War, Peace and the Rise of the London Stock Market / J. Parkinson // The Political Economy of Empire in the Early Modern World / Ed. S. A. Reinert, P. Roge. – L.: Palgrave Macmillan, 2013. – P. 131–132).

¹⁴⁵ Так было, в частности, 29 апреля 1696 г. с акциями East India Company, курс которых снизился до 54 фунтов при номинале 100 фунтов. Когда 13 мая в одной из лондонских газет, Protestant Mercury, появилось сообщение, что корабли скоро должны прибыть, курс сразу вырос до 58 фунтов. После того, как 21 мая корабли

Поскольку Лондонская биржа в первое время была товарной, в 1698 г. работавшим с ценными бумагами брокерам запретили проводить свои операции на бирже, после чего они стали собираться напротив нее, в помещении Ост-Индской компании, а также в различных кофейнях, расположенных неподалеку от Королевской биржи на улице Exchange Alley. Лондонские кофейни – кофе-хаузы (cofee houses) были не просто местом, где первые брокеры могли выпить кофе или полистать свежие газеты – они стали одной из основ целой традиции британской культуры бизнеса, всего этого «клубного» стиля джентльменского капитализма, столь явно проявившегося в XIX веке, в Викторианскую эпоху, и быстро распространявшейся в Европе кофе-культуре суждено было сыграть в этом заметную роль. Открытые для всех посетителей, для любых дискуссий и различных мнений кофейни в Лондоне, как и в других крупных европейских городах, стали решающим фактором в формировании публичной сферы и вместе с различными клубами, мазонские ложами и обществами XVIII века образовали особую сеть социального взаимодействия (напоминающую чем-то виртуальные социальные сети начала XXI века), ставшую одной из основ инфраструктуры зарождавшегося в Англии гражданского общества.

В 1645 году европейская кофейня была открыта в Венеции по образцу турецких, и мода на кофе-хаузы стала распространяться и в других крупных торговых городах Европы. Кофе воспринимался в XVIII веке как дорогой¹⁴⁶ и экзотический товар, привезенный из далеких и таинственных в то время стран Востока, и в самой культуре употребления кофе было нечто элитарное. В Лондоне первую кофейню открыл на St. Michael's Alley в 1652 году Паскуа Розе (Pasqua Rosee), левантийский купец, родившийся в Турции; а через несколько лет отырились новые кофе-хаузы – Rainbow, Nando's и др. В кофейне Майлза (Miles's cofee-house), основанной в 1859 г. в New Palace Yard (Westminster) вскоре возник один из первых британских клубов – Rota club¹⁴⁷. Вскоре клубный характер многих

прибыли в порт, по сообщениям газеты Flying Post курс акций сразу достиг 67 фунтов.

¹⁴⁶ Кофе в то время поставляли из Йемена и это был достаточно дорогой товар, попавший в Европу через венецианских купцов, экспортировавших его из Константинополя. Первым британцем, попробовавшим кофе во время своего дипломатического визита в сирийский город Алеппо, был сэр Энтони Ширли (Anthony Shirley).

¹⁴⁷ Клуб был основан Джеймсом Харрингтоном, в те годы прославившимся как автор утопической книги «The Commonwealth of Oceana», в которой он описывал вымышленную страну, живущую по принципам Венецианской республики. Участники Rota club объединяли дискуссии об экономике и государственном устройстве

кофеен стал обычным делом – сторонники консервативной партии собирались в Cocoa Tree и Ozinda's, а либеральной партии вигов – в кофейне St. James.

Среди брокеров также распространился обычай собираться в кофейнях – здесь они заключали сделки с ценными бумагами и обменивались последними новостями: с Ямайки в отношении торговли с Вест-Индией (как тогда назывались колонии в Латинской Америке), из Иерусалима – о торговле с Востоком, а из Вирджинии – о коммерческих операциях с колониями в Северной Америке. Названия расположенных недалеко от Royal Exchange кофеен обычно были связаны с теми колониями, на торговле с которыми специализировались собиравшиеся в кофейнях брокеры – в New England Coffeehouse, Georgia Coffeehouse, New York Coffeehouse встречались те, чей бизнес был связан с колониями в Северной Америке. Кофейня Jamaica Coffeehouse, где собирались брокеры, специализировавшиеся на торговле с Ямайкой и другими карибскими колониями, позже переименованная в Jamaica Wine House славилась тем, что в ней подавали знаменитый ямайский ром.

Лондонские кофе-хаузы тех лет были лишены какой-либо гламурности и мало напоминали современные кафе – в них, заполненных клубами табачного дыма, обычно было очень шумно; нередко в лондонских кофейнях можно было увидеть откровенно криминальных персонажей. Однако за счет возможности получить свежую и важную коммерческую информацию лондонские кофейни они стали важным элементом инфраструктуры британского предпринимательства, сыграв заметную роль в зарождении спекуляции ценными бумагами.

Начало этих операций связывают с именем знаменитого в то время Соломона Медины, а среди других биржевых дельцов тех лет были известны Самсон Гидеон (его называли «великий брокер») и Манасия Лопес, разбогатевший на том, что скупил по низкой цене государственные ценные бумаги в то время, когда распространились ложные слухи о смерти королевы Анны (правила с 1702 по 1714 гг.). Община состоятельных еврейских финансистов и брокеров в Лондоне начала XVIII века была обширной – около ста из имели доход 1000–2000 фунтов (по тем временами очень большие деньги) в год, а около тысячи – доход в 300 фунтов. Богатей-

этого утопического государства. Знаменитые венские кофейни появились позже, с 1685 года, когда по известной легенде, Франц Кольчицкий получил право на ее открытие вместе с мешками кофе, захваченными у турок, осаждавших Вену в 1683 году.

шими и наиболее знаменитыми были (кроме названных выше) Моисей Харт, Аарон Франкс, Моисей Лопес Перейра, Моисей да Коста (последний в конце XVII века возглавлял Банк Англии).

Благодаря этим финансистам начались профессиональные операции с ценными бумагами и появилось понятие «джоббер» (от англ. *jobbing* – спекуляция ценными бумагами). Первоначально задачей брокера были организация и проведение сделки для клиентов; брокер не вкладывал в это свои деньги. В поисках наибольшей выгоды деятельность брокера превратилась в торговлю, проводившуюся с разнообразными уловками и интригами (намеренная игра на повышение или понижение стоимости акций; наличие подставных продавцов и покупателей ценных бумаг и т. п.). Таких брокеров – профессиональных торговцев ценными бумагами, – стали называть джобберами. Джоббер (*jobber, stockjobber*) стал был посредником между брокерами, и он нередко вкладывал в операции с акциями свои собственные капиталы.

До середины XVIII века биржевая спекуляция ценными бумагами и сложившаяся практика операций биржевых джобберов обычно считались «бесчестной» и «бессовестной». Согласно преобладавшим в обществе (даже в английском, в целом весьма толерантном к предпринимателям) настроениям отношение к бирже, ценным бумагам и, тем более, спекуляцией ими было однозначно отрицательным, как к чему-то недостойному. Более того, даже сам факт наличия государственного долга, связанного с выпуском государственных облигаций (основных в то время ценных бумаг), воспринимался как нечто постыдное для государства и ослабляющее его¹⁴⁸.

В 1697 году был издан билль, ограничивший количество брокеров – их могло быть не более 100 человек, все брокеры должны были регистрироваться на бирже и получать лицензию на свои операции. Вознаграждение не должно было превышать 10%, и брокер не имел права вкладывать свои собственные деньги в операции. Деятельность джобберов осуждалась, как спекулятивная. Не имея возможности проводить свои операции на бирже, джобберы стали собираться в расположенных недалеко от биржи кофейнях –

¹⁴⁸ Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов / А. Смит. – М.: ЭКСМО, 2007. – С. 852–854. Впрочем, если вспомнить о появившейся еще в 1688 году Амстердаме книге Иосифа де ла Вега, посвященной биржевой спекуляции, то по сравнению с биржей Амстердама эти настроения в Англии середины XVIII воспринимаются как проявление британского консерватизма.

Garraway`s, Marine, Batson`s, а также в кофейне Эдварда Ллойда (Edward Lloyd), основателя знаменитой страховой компании.

Вскоре основным местом встречи джобберов и брокеров стала кофейня Jonathan's Coffee House (открытая Джонатаном Майлсом в 1680 году) на Exchange Alley. Когда эти встречи стали регулярными, были назначены специальные дни для проведения взаимных расчетов. А в январе 1698 года был опубликован первый номер «The Course of the Exchange and other thing» – двухнедельного бюллетеня, в котором помещались курсы обмена валют в различных местах и цены на товары. Издателем бюллетеня был Джон Кастэнг (John Castaing), а местом издания был указан «его офис в кофейне Джонатана». А когда в 1707 году закончился срок действия и Билля от 1697 г., ограничивавшего количество брокеров, он не был продлен и начался бум спекулятивных операций, длившийся до банкротства «South Sea Company» в 1720 году. Основным общеизвестным центром встреч брокеров и джобберов стал Jonathan`s Coffee House.

Когда сформировался круг постоянных участников этих встреч, они образовали в 1762 году брокерский клуб из 150 членов и хотели получить эксклюзивное право на аренду Jonathan's Coffee House, но договориться об этом не удалось. Тогда брокеры приобрели отдельное здание на Sweeting's Alley и возникла идея создать отдельную от Royal Exchange биржу, назвав ее The Stock Exchange. Появление новой биржи сразу привлекло в Лондоне всеобщее внимание и на бирже появилось много новых участников. В то время еще не было каких-либо жестких формальных правил, регулировавших работу биржи, а доступ на нее был открыт для всех желающих, уплативших ежедневную плату за вход. В 1801 г. биржа, насчитывавшая 550 членов, переехала в новое здание на Capel Court, и получила свое современное название – London Stock Exchange¹⁴⁹.

Подобно большинству первых бирж (в том числе Амстердамской), London Stock Exchange по принципу организации создавалась как некоммерческая добровольная ассоциация, правила членства в которой были такими же, как в английских клубах. Такой «клубный» принцип организации был характерен и для первых английских страховых компаний, и даже для некоторых сберегательных банков (saving banks). Учредившие биржу брокеры стали

¹⁴⁹ В память о кофейне Джонатана в октябре 1996 года в современном здании Лондонской биржи было открыто Jonathan`s Cyber Cafe.

владельцами и одновременно пользователями этой ассоциации, управляя ей в своих коммерческих интересах, а для разделения управления и собственности должно было пройти еще немало времени. Биржи, создававшиеся на основе типичного для Англии принципа «клубной» ассоциации в дальнейшем эволюционировали от негосударственных некоммерческих организаций (совладельцами которой могли быть только ее члены) до негосударственных коммерческих организаций, в которых доли (shares) собственности все больше начинали приобретаться внешними институциональными инвесторами¹⁵⁰.

Предприниматели XVIII века вкладывали накопленные капиталы (помимо традиционных вложений в золото, недвижимость, произведения искусства и в собственный бизнес) в первые ценные бумаги – государственные облигации (bonds), паи частных компаний (shares) и все больше распространявшиеся акции публичных компаний (stocks). Паи частных компаний (чаще всего это были небольшие банки) в могли обращаться на рынке, но ликвидность их была невысокой. Инвестиции в акции были в то время достаточно редким явлением и были распространены только среди богатых предпринимателей. Наиболее популярными ценными бумагами были государственные облигации (48% всех вложений)¹⁵¹.

Наиболее популярными у инвесторов были паи страховых компаний (Sun Fire Insurance, London Assurance и др.)¹⁵². Страхование начало развиваться в Лондоне после пожара 1666 г., когда было уничтожено более 13 тыс. домов. Николас Барбон первым стал

¹⁵⁰ Завершающим этапом длительного процесса демутуализации (demutualization), как его называют сегодня, стало превращение в XXI веке большинства бирж развитых стран в коммерческие организации, выпускающие свои обращающиеся на бирже акции, владельцем которых (и, соответственно, совладельцем биржи) может стать любой инвестор. В тех же странах, где объемы рынка ценных бумаг были относительно невелики (например, в России), биржи возникали по инициативе и под контролем государства, бравшего на себя расходы по организации биржи. В дальнейшем такие биржи развивались как управляемые государством.

¹⁵¹ Hancock D. Citizens of the world. London merchants and the integration of the British Atlantic Community, 1735–1788 / D. Hancock. – Cambridge: Cambridge University Press, 1997. – P. 258–259.

¹⁵² Истоки страховых услуг теряются в глубине веков и связаны с бодмерейными договорами морского страхования, когда капитаны торговых кораблей брали займы для покупки товаров под залог своего судна. Началом XIV века датируются итальянские документы, подтверждающие договоры страхования. Это не были страховые полисы в современном понимании, а скорее разновидность кредитов на определённых условиях, связанных со страхованием рисков. Большая их часть была связана с морскими перевозками. Со временем эти страховые контракты приобретали всё более стандартную форму.

предлагать страхование от огня, а Эдвард Ллойд, родоначальник одной из известнейших страховых компаний, открывший кофейню на Тауэр Стрит, предлагал морское страхование. Страховое общество Ллойда было учреждено в 1774 г. и находилось в здании Королевской биржи¹⁵³.

Вскоре по объему операций Лондонская биржа превзошла Парижскую, но в первое время существования в ее роли не было ничего доминантного. Однако когда после начала в 1789 г. Французской революции Парижская биржа была закрыта в 1793 г., а в 1795 г. Амстердам оккупировали французские войска, две основные европейские биржи – Парижская и Амстердамская, – не могли продолжать свою работу. После того, как многие банкиры и брокеры, особенно амстердамские, эмигрировали в Лондон со значительными капиталами, Лондонская биржа превратилась в основной финансовый центр и для европейской, и для общемировой торговли.

На бирже постепенно сформировались все основные методы операций. Игра на повышение и понижение, ложные сообщения, тайные биржевые котировки – все это уже было хорошо известно и активно использовалось. Русский историк и писатель Н. М. Карамзин, посетивший Лондонскую биржу в начале XIX в., так описывал ее в «Письмах русского путешественника»: «...куда не взглянете, видите галерею, где собираются купцы... когда схватятся руками, то дело решено, и кораблю плыть в Новый Йорк или за мыс Доброй Надежды... На стенах прибиты известия о кораблях, пришедших или отходящих; можете плыть, куда только вздумаете: в Малабар, в Китай, в Нутка-Соунд, в Архангельск. Капитан всегда на бирже»¹⁵⁴.

Лондон постепенно стал превращаться в общемировой финансовый центр – в «столицу столиц капитала», в которых создавалась наиболее благоприятная для финансовых операций среда – объединение достаточного количества опытных финансистов в едином, хорошо развитом городском пространстве, где обеспечиваются профессиональные финансовые услуги и доступ к адекват-

¹⁵³ Первоначально это было свободное объединение 79 предпринимателей, заплативших по 15 фунтов первого паевого взноса и ставших пожизненными членами общества. Они ставили свои подписи под договорами страхования, однако их ответственность была ограниченной. Общество Ллойда действовало по принципу предоплаты – собирало взносы в таком объеме, чтобы расплатиться с текущими обязательствами и оставить себе комиссионные, составлявшие прибыль общества.

¹⁵⁴ Карамзин Н. М. Письма русского путешественника / Н. М. Карамзин // Избранные сочинения: В 2 т. Т. 1. – М.: Политиздат, 1964. – С. 539–540.

ной информации об операциях. Обмен информацией происходил в основном на уровне личных встреч и статей в газетах и журналах (Economist, Morning Chronicle и др.). В поисках новых выгодных возможностей многие иностранные коммерсанты и финансисты стекались в Сити, деловой центр Лондона, где с середины XVIII в. сформировалась развитая финансовая инфраструктура и стали доступны различные финансовые услуги¹⁵⁵. Так к началу XIX века Лондон стал основным финансовым центром Европы, сменив Амстердам. Но британский финансовый рынок в то время все еще значительно зависел от Амстердама. Большая часть ценных бумаг, находившихся в обороте на британском рынке, не была международными, а сам этот рынок до 1820 г. не привлекал особого внимания иностранных инвесторов. В начале XIX в. участниками торгов на Лондонской бирже были в основном британские инвесторы, а операции проводились преимущественно с английскими государственными облигациями, а также акциями Банка Англии и британской Ост-индской компании.

Франция: финансовая политика и ценные бумаги

Финансовая политика во Франции

К началу XIX века Франция обладала не менее развитой финансовой системой, чем Англия (операции с ценными бумагами стали систематическими на французском рынке с начала XVIII века), но тенденции развития финансовых систем в этих странах значительно отличались. Характерные особенности французской экономической модели стали проявляться еще с конца XVIII века, а во времена Наполеона они проявились в полной мере.

Основным источником финансовых ресурсов во Франции был сбор налогов, что породило специфическую откупную систему, в которой финансисты покупали права на сбор налогов. Еще одним важным источником поступления финансов в казну была продажа патентов на занятие государственных и военных должностей. «Откупщики налогов», как и лица, покупавшие должности, вкладывали свои деньги в существующий государственный порядок, поэтому роль государства в финансовой системе Франции всегда была

¹⁵⁵ В то время на бирже наиболее знаменитыми фигурами были одни из первых ее членов Абрахам и Бенджамин Голдсмиты, прославившиеся в 1792 году успешным размещением облигаций очередного государственного займа.

повышенной. И если в Англии промышленное развитие страны чаще всего было связано с инициативой предпринимателей, то во Франции такое развитие требовало государственного финансирования, что тормозило общий экономический рост. Особенностью государственных финансов, как и всей финансовой системы Франции во время «старого режима» – до Великой французской революции, было абсолютное доминирование королевской власти и, соответственно, предельная централизация. Несмотря на то, что эта система была дестабилизирована во время революции (одной из целей которой были преобразования в сфере финансов), общая тенденция централизации во Франции сохранялась.

Государственный строй Франции, в особенности во времена Людовика XIV (1638–1715), можно назвать «абсолютизмом, охваченным хаосом». Кольбер, главный советник Людовика, хотя и не был явным противником предпринимательства, являлся убежденным сторонником государственного вмешательства в экономику, считая, что экономическое развитие зависит от правительственных циркуляров. Именно во времена Кольбера возникло известное понятие *laissez-faire* (точнее, *laissez-faire, laissez passer* – «пусть люди делают свои дела, и пусть дела идут своим ходом») – принцип невмешательства государства в экономику. Такими словами ответил один из предпринимателей (по одной версии – крупный купец Франсуа Лежандр, по другим – интендант торговли Венсан Гурнэ либо маркиз д'Аржансон), когда на собрании промышленников Кольбер спросил их, чем он может помочь развитию предпринимательства.

В XVI–XVIII вв. Франция была страной частых дефолтов (1558, 1624, 1648, 1661, 1701, 1715, 1770, 1788 гг.). Во время каждого очередного дефолта по внешнему долгу король обычно казнил нескольких крупных внутренних кредиторов с целью «реструктуризации долга» (которую народ называл «кровопусканием»), а министр финансов Франции (1768–1784 гг.) аббат Тьерри по этому поводу заявлял, что правительства должны хотя бы раз в столетие объявлять дефолт для «восстановления равновесия»¹⁵⁶.

К 1774 г., к моменту вступления на престол нового короля Людовика XVI, назначившего министром финансов А. Тюрго, дефицит бюджета Франции достигал 48,5 млн ливров, и среди расходов была уплата государственного долга – 23,9 млн ливров. Пред-

¹⁵⁶ Рейнхарт К. М. На этот раз все будет иначе. Восемь столетий финансового безрассудства / К. М. Рейнхарт, К. С. Рогофф. – М.: Карьера Пресс, 2010. – С. 109.

шественники Тюрго, одного из основоположников экономического либерализма, в значительной мере подорвали доверие к Франции как к надежному должнику, но Тюрго удалось восстановить государственный кредит – голландские банкиры предложили ему заем в 60 млн ливров под 4%, который планировалось использовать этот заем для покрытия дефицита бюджета.

У Тюрго были обширные планы по реформированию французской экономической и финансовой систем, частью которых было учреждение 24 марта 1776 года первого акционерного банка (в форме партнерства с ограниченной ответственностью) *Caisse d'Escompt* («Учетная касса»), обладавшем правом выпуска банкнот-ассигнаций. Однако вскоре Тюрго оказался в опале и 12 мая 1776 года Тюрго был отстранен от должности по личному приказу короля. Банк *Caisse d'Escompt* также существовал недолго и обанкротился после того, как в 1790 году правительство признало ассигнации официальным законным платежным средством, что привело к их быстрой девальвации.

В XVII–XVIII вв. во Франции военные расходы достигали 80% от всего объема государственного бюджета – в частности, ежегодные расходы на содержание флота выросли во Франции с 20 млн. фунтов в 1700 г. до 200 млн. в 1782 году¹⁵⁷. Повышенное значение военных расходов было характерным в то время для всех государств, но во Франции и в Англии решали эту проблему по-разному. Соответственно, пути эволюции финансовых рынков во Франции и Англии отличались – если во Франции они определялись тенденцией усиления налогового бремени и ужесточения государственного регулирования (король оставался верховным регулятором всех финансовых операций), то в Англии (после «финансовой революции» 1688 г.) – либерализацией финансовых операций и рыночных отношений и ориентацией на развитие рынка ценных бумаг. Поэтому историю развития финансовой системы во Франции можно образно называть триумфом государства, а в Англии – триумфом гражданского общества. В XVII веке во Франции реформы в финансовой сфере мало напоминали английскую «финансовую революцию» 1688 г.

Первые промышленные предприятия во Франции (горные и металлургические заводы) в XVI–XVII вв. принадлежали только представителям аристократии. Так было и в Англии (например,

¹⁵⁷ Spieser P. Histoire de la finance: Le temps, le calcul, et les promesses / P. Spieser, L. Belze. – P.: Vuibert, 2005. – P. 257.

основанное в 1690 году общество цинковых и медных рудников The Mine Adventures и др.), и в Германии, и в Австрии, но во Франции практика получения представителями родовой аристократии прав на создание горнодобывающих и металлургических предприятий была особенно распространена, что часто приводило к технологическому отставанию этих предприятий от английских. И лишь с XVIII века эти предприятия начинают постепенно переходить в собственность парижских банкиров (Массона и др.).

Джон Ло и его «система»

Первые акционерные торговые компании во Франции были, как и в Англии, колониальными¹⁵⁸. Наиболее известной из них была Компания Индий (Compagnie des Indes), рекламировавшая освоение Луизианы, французской колонии в Северной Америке. Компания была связана с именем Джона Ло и грандиозным спекулятивным пузырем, одним из крупнейших в истории.

«Система» шотландца Джона Ло стала во Франции проектом,

¹⁵⁸ Одной из наиболее ранних была Compagnie de la Nouvelle France, основанная в 1628 г. в форме командитного общества. Этой компании королем были дарованы пять кораблей и полномочия заниматься колонизацией новых земель. Вначале дела компании шли неплохо, и она стала примером для учреждения других французских колониальных компаний. В 1642 году для торговли с Индией была основана Compagnie d'Orient, получившая концессию на колонизацию Мадагаскара, а в 1664 г. была учреждена Compagnie Royale des Indes Occidentales получившая от короля монопольное право на плавание в водах Индии, Восточного и Южного океанов в течение тридцати лет. Компании передавался остров Мадагаскар и все другие острова и земли, которые она сможет завоевать. Первоначальный капитал компании составлял 15 миллионов, и к ее деятельности проявлял повышенный интерес король. Однако к началу XVIII века, как и у многих других колониальных компаний, дела Королевской Восточно-Индийской компании пошли хуже, и 1719 году она была объединена с Compagnie d'Orient, Compagnie des Indes Occidentales, Compagnie de la Chine. Новая колониальная компания получила название Compagnie des Indes – Компания всех Индий. Еще одной колониальной компанией, участвовавшей в этом слиянии, была основанная в 1673 г. Compagnie de Senegal, вначале небольшая частная компания, преобразованная затем в командитное общество. Были и другие колониальные компании, менее известные – Compagnie de Guinee, Compagnie de Canada, Compagnie du Castor, Compagnie de Levant, Compagnie du Nord и др., имевшие форму акционерных обществ, выпускавших свои акции, хотя в Ордонансе Людовика XIV 1673 года об акционерных обществах нет упоминания, а перечислены три других вида коммерческих обществ – en nom collectif (простое общество), en commandite (командитное общество), en participation anonyme (анонимное общество).

во многом схожим с британской «Компанией Южного моря», и в нем также было трудно было провести грань между инновационными финансовыми идеями, связанными с оборотом ценных бумаг, и афёрами. В основе «системы» Ло был проект создания банка, эмитирующего бумажные деньги и параллельно с этим занимающегося коммерческой деятельностью. Замысел соединить такой банк с колониальной компанией и раздуть грандиозный пузырь появился, скорее всего, позже. Идея банка, выпускающего бумажные деньги, в то время была сама по себе инновационной – в денежном обращении всех стран использовались монеты. Такая идея привлекала Джона Ло давно, он предлагал её 1706 г. в Шотландии, когда та ещё была независимой от Англии страной, но там идея не нашла понимания.

Джон Ло родился в Эдинбурге в семье банкира, в 20 лет переселился в Лондон, где быстро растратил доставшееся ему в наследство состояние. После убийства на дуэли графа Уилсона был заключен в тюрьму, и ему грозила смертная казнь. Ло бежал из тюрьмы и эмигрировал в Амстердам, затем в Рим, Венецию, Флоренцию и Неаполь, где изучал банковское дело. Десять лет с 1709 по 1715 г. он провёл в разных городах Европы. Свои планы реформы денежного обращения и выпуска бумажных денег он предлагал в Турине, Вене и Гааге, но нигде не находил понимания. Однако Дж. Ло верил, что нашёл тайну «философского камня» средневековых алхимиков и научился превращать бумагу в чистое золото – ведь когда есть доверие к бумажным деньгам (или ценным бумагам), они ничем не хуже золота, а доверие к ним, считал Ло, можно и нужно создавать¹⁵⁹.

Ещё в то время, когда его часто видели на Амстердамской бирже, Ло правильно понял (или интуитивно почувствовал) те сложные связи, которые существовали между Ост-Индской компанией, Обменным банком Нидерландов и Амстердамской биржей. Амстердамские мастера «торговли ветром» (windhandel), умевшие делать деньги из воздуха, прославились уже тогда, а игра

¹⁵⁹ Испытывая финансовые затруднения, Ло зарабатывал на жизнь, играя в карты. Он прославился, как непревзойденный игрок в карты, которому сопутствовала удача. По легенде, Ло предлагал сыграть с ним в свою любимую игру – его партнер ставил одну единственную монету и три раза бросал две кости. Если три раза выпадало по две шестерки, Ло давал своему партнеру миллион золотых. Вероятность того, чтобы три раза выпало две шестерки была крайне мала, Ло это хорошо понимал, как понимал и то, что сама возможность выиграть миллион, пусть маловероятная, будет кружить голову многим. По слухам, на такой игре Ло неплохо зарабатывал.

на повышение и понижение на Амстердамской бирже была обычным делом. Наблюдая игру на Амстердамской бирже, Джон Ло задался вопросом – зачем было искусственно ограничивать количество акций Ост-Индской компании, если конечная цель – биржевая игра с ними? Но, видимо, основатели компании видели свою конечную цель несколько иначе, чем Ло, и не хотели создавать полностью дутую фирму. Непонятна для Ло была и консервативная политика амстердамского Обменного банка в отношении банковских денег – тогда они представляли собой всего лишь записи в учётных книгах банка, которые трудно было использовать для спекулятивных целей. А Джон Ло был одержим идеей бумажных денег, которые он хотел связать с биржевой игрой акциями.

Удача улыбнулась ему во Франции, куда он попал в 1815 году. Длительная война за испанское наследство 1701–1714 годов значительно ухудшила положение французской финансовой системы, и без того истощенной чрезмерно расточительной жизнью королевского двора «короля-солнца» Людовика XIV (правил в 1643–1715 гг.). Национальный долг Франции достиг 3 млрд ливров (более 200 млн фунтов), были израсходованы все налоги на три-четыре года вперед. Начали задерживать выплаты жалования государственным чиновникам и королю пришлось брать частные кредиты у ростовщиков–евреев. Для покрытия непомерных расходов, возникших во время правления Людовика XIV, были выпущены государственные облигации (*billets d'etat*) на общую сумму 250 млн ливров, но казна была настолько истощена, что возникли затруднения даже с выплатой процентов по ним. Реструктуризация долга не решала проблем, так как скорее всего была бы расценена как отказ казны от выполнения обязательств.

После смерти короля Людовика XIV в 1715 г. наследнику престола было всего 7 лет и страной правил регент – герцог Филипп Орлеанский. Финансы страны были в плохом состоянии, государственный долг был огромен, и о его погашении не могло быть и речи – в казне не хватало денег даже на оплату процентов по государственному долгу. Филипп Орлеанский решил любой ценой поправить состояние финансовой системы и начал с перчеканки монет – золотые и серебряные деньги изымались из обращения, а на смену им выпускались новые, где содержание драгоценных металлов было на 20% меньше. Но это кроме всеобщего недовольства не дало особых результатов – более половины денег, полученных от экономии золота, так и не попала в

казну, а осела в руках приближенных регента.

В такое тяжелое для финансов страны время Филипп Орлеанский и соблазнился идеями Джона Ло, предложившего свой план радикально поправить положение французских финансов. Вероятно, регент считал, что Ло действительно может помочь привести в порядок финансы Франции, и в дальнейшем покровительствовал шотландскому финансисту, поддерживая все его проекты.

Хотя у Ло была сомнительная репутация карточного игрока и человека, приговорённого к смертной казни, сам Джон Ло представлял себя как специалиста, долгое время изучавшего банковское и финансовое дело во многих странах Европы, что было правдой. Идея Ло была проста – он считал, что во Франции главной причиной дефицита бюджета и снижения сумм собираемых налогов была нехватка денег. Большое количество денег в обращении даст работу большому количеству людей и оживляет торговлю, а если денег не хватает, то никакие самые лучшие законы не смогут дать людям работу. Для решения этой проблемы Ло предлагал выпустить в обращение бумажные деньги – банкноты особого банка, который он хотел учредить.

Ло предложил королевскому совету учредить государственный банк с монопольным правом выпуска бумажных денег и был готов прокрыть все расходы связанные с созданием такого банка – он приехал во Францию вполне состоятельным человеком, имея 1,5 млн ливров. Филиппу Орлеанскому Дж Ло обещал, что за несколько лет избавит Францию от внешнего долга, конвертируя его в акции создаваемого банка. Идея Ло казалась спасением для Франции и, в общем, в ней не было ничего предосудительного¹⁶⁰.

Когда этот план не был принят, Ло предложил создать частный Общественный банк (Banque Generale), и с 1 мая 1716 г.

¹⁶⁰ Когда сегодня погружаешься в историю Джона Ло, невольно задаешься вопросам – как Франция, страна весьма искушенная в финансовых вопросах, позволила себя так развести? Ответ прост – так же, как почти в то же самое время Англия, страна еще более искушенная в финансовых делах во время пузыря «Компании Южного моря». Спекулятивный ажиотаж временами бывает настолько силён, что он кружит даже самые искушенные и трезвые головы. Тем более что в финансовом таланте Джону Ло трудно было отказать. Во Франции хорошо понимали, кто такой Джон Ло. В 1708 г. маркиз де Торси, министр иностранных дел Людовика XIV называл Ло игроком (joueur), причем игроком профессиональным, считая его английским шпионом. Но к тому моменту, когда Ло появился во Франции, в финансовой системе страны назрели серьезные проблемы, которые непонятно было как решать.

этот банк начал работу. Вначале банк имел форму коммандитного общества, а в декабре 1718 г. был преобразован в акционерное общество – Королевский банк (*Banque Royal*) с капиталом 6 млн ливров (12 тысяч акций по 500 ливров). Это был первый акционерный банк во Франции, созданный по образцу Генуэзского банка¹⁶¹. Банк Ло выпустил не обеспеченные драгоценными металлами бумажные деньги («банковские билеты», называвшиеся «экю де банк» номиналов в 10, 40, 100, 400 и 1000 экю), причем выпускал в неограниченном количестве, так как Ло считал, что это способствовало деловой активности. Это были первые бумажные деньги в истории Франции (в то время банкноты использовались только в Англии, Голландии, Венеции, Генуе и в Швеции).

Выпущенные банкноты были объявлены законными деньгами, принимавшимися, в частности, при уплате налогов. Гарантировался немедленный обмен банкнот на металлические деньги по первому же требованию их владельца в любой части Франции. Вначале общество не доверяло идее Ло, а французские газеты называли его мошенником. Однако вскоре отношение стало меняться – сказалась поддержка регента Филиппа Орлеанского, вложившего в банк 1 млн ливров своих сбережений, и распорядившегося собирать налоги в банкнотах. Банк начал выдавать первые кредиты, и вскоре на банкноты появился спрос; доверие к банку Ло начало расти¹⁶². Ло имел далеко идущие планы в отношении этого банка и хотел сделать его подобным Банку Англии.

Но банк был лишь частью грандиозного плана Ло. Его впечатляли успехи голландской колониальной Ост-Индской

¹⁶¹ Вначале банк находился в доме Ло, но это не должно вводить в заблуждение – банк имел право выпускать векселя на срок 20 лет с оплатой золотыми монетами, а капитал банка был немалым и составлял 6 млн ливров (1200 акций по 5 тыс. ливров). Капитал банка был собран за счёт выпуска акций, оплаченных отчасти наличными, отчасти государственными долговыми обязательствами. Так как фактически капитал состоял на 75% из упавших в цене *billets d'état*, то на деле банк мог рассчитывать в лучшем случае на 2,85 млн ливров (Фергюсон Н. Восхождение денег / Н. Фергюсон. – М.: Астрель, 2010. – С. 156).

¹⁶² По замыслу Ло было объявлено, что банкноты свободно обмениваются на золотые монеты по соотношению, зависящему от даты выпуска монет. Если бы после перечеканки монет содержание золота в них было искусственно снижено, то владелец банкнот получил бы большую сумму. И действительно, в какой-то момент банкноты ценились выше, чем золотые монеты, став более твердыми деньгами. И действительно, торговля в стране оживилась, и налоги стали поступать в казну более регулярно. Репутация банка была высокой, как и самого Джона Ло, и регент ни в чём не отказывал ему, считая спасителем Франции.

компании, и он хотел бы повторить нечто подобное, учредив для этого свою колониальную компанию по примеру «Компании Южного моря». Вероятно, на этом этапе Ло заимствовал свои идеи в Англии, хотя когда во Франции начался массовый бум, создается впечатление, что в игре на повышение и при продаже акций в кредит Ло действовал самостоятельно – ведь в таланте финансиста ему не откажешь, – и уже «Компания Южного моря» начала перенимать его опыт¹⁶³.

Франция имела колонию в Северной Америке – Луизиану, расположенную вдоль течения реки Миссисипи и занимавшую почти четверть территории современных США (в дальнейшем французская колония была продана Соединенным Штатам). Земли колонии были мало освоенными, о них было мало что известно и простор для вымыслов и спекулятивных мифов был обширный. Многие верили в то, что земли Луизианы сказочно богаты золотом. Ло, ободренный успехом в создании банка, предложил проект по созданию акционерной компании, имевшей монополию на продажу земель в Луизиане.

Так в 1717 г. по инициативе Дж. Ло была учреждена Западная компания (*Compagnie d'Occident*), получившая на 25 лет монополию на торговлю с Луизианой и разрешение выпустить 200 тыс. акций по 500 ливров. Сумма капитала компании – 100 млн ливров, по тем временам совершенно неслыханная. Акции компании стоимостью 500 ливров предлагались для приобретения всем желающим вне зависимости от социального положения. Покупатели акций могли оплачивать их не только золотыми монетами и банкнотами, но и долговыми обязательствами государства, котировавшимися в то время на рынке ниже их номинала (при номинальной цене 500 ливров их реальная цена составляла около 160 ливров). На практике же оплата производилась почти полностью государственными долговыми бумагами – на этом настоял регент Филипп Орлеанский. Для самого Ло такое решение было не самым лучшим – оно

¹⁶³ Первый вариант «Системы» Дж. Ло предложил еще в 1705 г. шотландскому парламенту. В этом не реализованном проекте планировался выпуск бумажных денег («билетов»), обеспеченные залогом земли. Особый комитет должен был оплачивать «билетами» полную стоимость земли, приобретая ее без предоставления продавцам права выкупа. К этой же идее Дж. Ло вернулся на новом уровне своей «системы», где обеспечением стали акции «Западной компании». В этом было основное слабое звено «системы». Стоимость акций непостоянна (в отличие от земельной недвижимости), и может быть подвержена колебаниям, ставящих под угрозу стабильность всей системы.

ограничивало его дальнейшие планы, так как он почти не получал реальных денег, и мог располагать только процентами по долговым бумагам¹⁶⁴.

Акции давали право на приобретение по выгодной цене земельных участков в Луизиане¹⁶⁵ – французской колонии в Северной Америке. Вскоре, в том же 1717 г., Западная компания поглотила созданную еще в 1684 г. Миссисипскую компанию¹⁶⁶. Смысл поглощения был в том, что Ло получал монопольное право на торговлю с Луизианой и на импорт бобровых шкур из Канады. Правительство давало компании Ло новые льготы – в августе 1718 г. ей были переданы все налоговые поступления, связанные с табаком. А в ноябре этого же года Ло получил долю в колониальной Сенегальской компании – *Sengalese Compagnie*, торговавшей с Африкой (в дальнейшем Дж Ло приобрёл и эту компанию).

Когда были распущены слухи, что на землях Луизианы найдено золото, Ло рассчитывал, что спрос на акции станет расти¹⁶⁷.

¹⁶⁴ Оплата могла быть разделена на несколько этапов, и так как к оплате за акции принимались упавшие в цене *billets d'etat*, предполагалось таким образом изъять их из обращения, в дальнейшем используя вместо них облигации нового типа – 4% бессрочные ренты (*rentes*). Так компания Джона Ло становилась кредитором государства. Сама идея, возможно, была неплохой, и могла бы дать хорошие результаты в Англии или в Нидерландах республике, но не во Франции – государстве, подчиненном королевской воле абсолютного монарха и уже потому финансово нестабильном. У Джона Ло было во Франции немало противников, но поддержка все сильного регента Филиппа Орлеанского всякий раз помогала Ло не только обойти препятствия, но и остаться в выигрыше. Он хорошо понимал, что поддержка такого правителя, как регент, пусть и деспотичного, была жизненно важна для его предприятия, уже с самого начала не раз становившегося мишенью для критики и ненависти.

¹⁶⁵ Французы появились в Луизиане в 1682 г., первое поселение – в 1702 г. Обширные территории колонии были не исследованы и заблочены, но воображение немногочисленных путешественников порождало фантастические слухи о богатствах этого края, о запасах золота, драгоценных камней и жемчуга в прибрежных водах – на деле никто этих сокровищ никогда не видел. Вероятно, Джон Ло сам верил в эти легенды, во всяком случае на первых этапах своего проекта. Он развернул масштабную рекламную кампанию, издавал брошюры, расхваливающие богатства колонии и хотел отправить туда 6 тысяч поселенцев и 3 тысячи рабов, хотя на деле желающих ехать в Луизиану было мало.

¹⁶⁶ Первоначально это была полноценная колониальная компания, ей принадлежали корабли и она имела реальные доходы от торговли табаком. Потом у компании начались трудности и к моменту поглощения она была на грани банкротства.

¹⁶⁷ Чтобы обеспечить обращение бумажных денег, было поставлено условие, что приобрести акции можно было только на «банковские билеты» Королевского банка. Поскольку деньги печатались без ограничения, это давало возможность выпустить в будущем огромное количество акций.

Однако цена акций Западной компании за полтора года её существования не только не выросла, но и продолжала снижаться – при номинале 500 ливров в мае 1719 г. она опустилась до 300 и даже 250 ливров. Чтобы запустить механизм спекуляции акциями, Ло объявил, что через шесть месяцев он гарантирует выкуп 200 акций по номиналу независимо от того, сколько к тому времени акции будут стоить на рынке. Многим эта сделка на срок показалась тогда странной и бессмысленной, но расчёт Ло был верным – к моменту оплаты акций их рыночная цена выросла в 20 раз и достигла 5000 ливров; продавцы акций теряли на них по 4500 ливров в пользу Джона Ло. Хотя на этой срочной сделке Ло заметно обогатился, вовсе не это было его целью, а подогревание ажиотажного спроса на акции и рост их курса. Этот приём помог, и интерес к акциям компании начал оживать, тем более что среди инвесторов распространились слухи (запущенные, вероятно, не без участия самого Ло), что регент собирается предоставить компании новую важную концессию. С этого времени начался период роста Западной компании.

К тому же повысился статус банка Джона Ло. Когда в конце 1718 г. банк был формально выкуплен у Дж. Ло регентом (фактически банком продолжал руководить Ло), он получил новое название *Banque Royal* – Королевский банк, претендуя на роль первого центрального банка Франции. Это значительно повысило доверие к нему и после этого векселя банка могли обмениваться на банковские эцю (*escus de banques*) – условную денежную единицу, имевшую неизменную стоимость в драгоценных металлах. Дж. Ло в это время вёл дела банка весьма осторожно – количество выпущенных банкнот не превышало количества золота, которым владел банк.

Когда доверие к бумажным деньгам заметно повысилось – ведь владельцем банка стал сам регент Филипп Орлеанский, – Ло перешел к следующей стадии своего банковского проекта, начав увеличивать эмиссию банкнот и рассудив, что если банку доверяют, никто не станет задумываться о том, соответствует ли эмиссия реальному золотому запасу банка. Весной 1719 г. было выпущено банкнот на 5 млн ливров, в июне–июле – уже на 15 млн., во второй половине года – на 40 млн ливров.

В мае 1719 г. Западная компания поглотила французские Ост-Индскую (*Compagnie des Indes Orientales*), Китайскую (*Compagnie de Chine*) и Африканскую (*Compagnie de l'Afrique*) колониальные компании, получив монопольные права на торговлю с этими

странами. Компания Ло теперь контролировала всю колониальную торговлю и стала называться Компания Индий (*Compagnie des Indes*)¹⁶⁸. Компания получила право выпустить 50 тыс. акций номиналом 500 ливров на общую сумму 25 млн ливров¹⁶⁹. Благодаря поддержке в правительственных кругах, Джон Ло получил для «Компании всех Индий» несколько важных концессий, в том числе и такую прибыльную, как добыча соли в Эльзасе.

В июле 1719 г. Ло выкупил права на получение прибыли Королевского монетного двора за девять лет вперед. Чтобы собрать необходимые для этого 50 млн ливров, компания Ло выпустила 50 тыс. акций номиналом 1000 ливров. 17 июня 1719 г. Компания Индий произвела вторую дополнительную эмиссию 50 тысяч акций, продававшихся по 550 ливров (при номинале 500). Акционеры компании имели приоритетное право приобретения акций. А в июле этого же года была произведена третья эмиссия 50 тыс. дополнительных акций, продававшихся уже по цене 1000 ливров¹⁷⁰. Хотя каждый новый выпуск размывал акционерный капитал компании, и фактически цена акций (как долей акционерного капитала) при этом снижалась, общий ажиотаж, искусственно (и весьма искусно) созданный Джоном Ло вокруг акций компании, повышал курс акций. А рост курса акций, в свою очередь, еще более усиливал спекулятивный ажиотаж вокруг их.

К тому времени Ло был популярен, как и все его проекты, и курс акций быстро вырос до 2 тысяч ливров. А в августе того же года Ло выкупил эксклюзивное право собирать все налоги (за это право он должен был платить по 52 млн ливров ежегодно). Финансист замыслил отменить большую часть налогов и заменить их единым, сократив при этом штат сборщиков налогов. В октябре Ло дали право контролировать сбор всех налогов. Так сбор всех налогов оказался в руках частной компании, пусть даже огромной.

¹⁶⁸ Ост-Индией в то время называли Индию и прилегающие страны, в Вест-Индией – Карибский регион.

¹⁶⁹ Акции можно было приобретать в кредит по цене 550 ливров при условии уплаты первоначального взноса – 75 ливров. Оставшаяся часть суммы была разделена на 20 ежемесячных платежей. Такая схема привлекла инвесторов, все акции были быстро размещены и Ло получил 25 млн ливров наличными. Курс акций Компании всех Индий быстро вырос и достиг 1000 ливров. Даже те, кто заплатил только первоначальный взнос 75 ливров и продали акции, получали прибыль 425 ливров. Всё это ещё больше подогревало интерес акциям компании Джона Ло.

¹⁷⁰ Murphy A. John Law: Economic Theorist and Policy-Maker / A. Murphy. – Oxford: Clarendon Press, 1997. – P. 201.

Очевидно, что этот проект Ло затеял для своего обогащения, но сама идея упрощения налогообложения многим казалась очень прогрессивной и популярность Дж. Ло росла. К тому же, цены на продукты питания снизились, о государственном банкротстве никто уже не говорил, как и о непомерном долге. Начались крупные работы по постройке мостов и каналов. Всё больше и больше жителей Франции считали Ло спасителем нации. Если бы Ло на этом остановился, всё, возможно, было бы по другому. Но остановиться он уже не мог – да это и не входило в его планы.

На первом этапе деятельности компании Дж. Ло спрос на акции подогревался слухами о якобы сказочных богатствах Луизианы и о перспективах развития недавно основанного портового города Новый Орлеан, названного так в честь регента Филиппа Орлеанского. Но вскоре стало ясно, что слухи эти сильно преувеличены, и поселенцы в Луизиане увидели болота и тяжелый для жизни жаркий климат. Необходима была новая фишка, стимулировавшая игру на повышение. В середине 1719 г. покупатели дополнительных эмиссий акций получили право брать кредиты в Королевском банке под залог акций, и на полученные кредиты они покупали новые и новые акции. Возможность покупать акции в кредит быстро дала результат и 1 августа 1717 г. цена акций первого выпуска с номиналом 500 ливров выросла до 2750 ливров, 30 августа – до 4100 ливров, 4 сентября – 5000 ливров¹⁷¹

На волне быстрого роста курса акций Ло предложил выкупить весь государственный долг. Стоимость всех облигаций по номиналу достигала 2 млрд ливров, рыночная их стоимость была заметно ниже – 1,5 млрд ливров. Ло предполагал дать деньги государству, чтобы оно выкупило облигации у всех их держателей, а взамен он хотел получать по ним сниженные проценты в размере 3% (обычный размер выплат по облигациям был 4%). Замысел Ло был в том, что полученные от выкупа облигаций свободные капиталы инвесторы вложат в его акции, привлекавшие тогда всеобщее внимание. К тому же, разрешалось приобретение акций компании Ло с оплатой за них государственными облигациями –

¹⁷¹ Воспользовавшись благоприятным моментом, Ло предпринял новые эмиссии – 100 тыс. акций 4 сентября, еще по столько же – 28 сентября и 2 октября, 24 тыс. акций – 4 октября. Цена акций в начале октября достигла 9000 ливров, 2 декабря – 10 025 ливров. А при поставке на срок в марте 1720 г. цена достигала 12 500 ливров (Neal L. The rise of financial capitalism. International capital markets in the Age of Reason / L. Neal. – Cambridge: Cambridge University Press, 1990. – P. 74).

«рентами» (rentes). Чтобы финансировать этот проект, были выпущены 300 тыс. дополнительных акций по 500 ливров тремя эмиссиями¹⁷².

К концу 1719 г. Компанией Индий было выпущено в общей сложности 600 тыс. акций номиналом 500 ливров на общую сумму 300 млн ливров. Выпуски акций были связаны с получением Королевским банком очередных разрешений на эмиссию банкнот. Эмиссии создавали переизбыток свободного капитала, подталкивавших инвесторов к решению приобрести акции компании¹⁷³. Так как банк стал по сути финансировать казну, это потребовало новых выпусков банкнот, уже не обеспеченных запасами золота. Вероятно, именно с этого момента стабильность банка была поставлена под угрозу, но Ло, увлеченный своими успехами, либо не осознавал этого, либо не хотел задумываться о необеспеченности банкнот, рассчитывая на то, что он успеет своевременно выйти из игры.

В декабре 1719 г. Джон Ло стал министром финансов. Он был знаменит, ему все доверяли, и на акции возник ажиотажный спрос. Он управлял сбором всех налогов, государственным долгом, 26 монетными дворами, чеканившими золотые и серебряные монеты; всей французской торговлей с Африкой, Азией и Ост-Индией; торговлей мехом с Канадой, а также Миссисипской компанией. Как частному лицу Джону Ло принадлежала дорогая недвижимость в Париже – «Отель де Невер» на улице Ришелье, дворец кардинала Мазарини; более трети зданий на Вандомской площади и 12 крупных поместий за пределами Парижа. Кроме того, он лично владел акциями своей компании на 100 млн ливров. Находясь в зените богатства и славы, Джон Ло заявлял, что намерен дать Франции такое финансовое могущество, что она будет повелевать всей Европой, и что Англия и Голландия

¹⁷² По акциям были обещаны дивиденды не менее 4%, а цена их размещения в 10 раз превосходила номинал и составляла 5000 ливров (в предыдущих выпусках она была 500, 550 и 1000 ливров). На практике для приобретения акции достаточно было уплатить 500 ливров, остальная часть суммы в таком случае должна была выплачиваться ежемесячно равными платежами по 500 ливров.

¹⁷³ Так, до середины 1719 г. банк Ло имел право выпустить банкнот на 159 млн ливров, 25 июля 1719 г. получено разрешение на выпуск банкнот на 240 млн ливров, в сентябре и октябре было еще два выпуска по 240 млн., 29 декабря 1719 г. – на 360 млн., 6 февраля 1720 г. – на 200 млн ливров. Акции Ло стали настолько популярными, что в Париж съезжались инвесторы из других стран, чтобы приобрести их. Осенью 1719 г. в Париже было около 30 тыс. иностранных инвесторов, покупавших эти акции (Carswell J. The South Sea Bubble / J. Carswell. – London: Cresset Press, 1960. – P. 101).

останутся без денег¹⁷⁴.

Возле дома Ло на узкой парижской улице Кенкампуа образовалась стихийная биржа, всегда заполненная толпой покупателей и продававших акции. Спрос на любое жильё на этой улице повысился в несколько раз, и многие владельцы скромнейшей недвижимости совершенно неожиданно для себя обогатились, сдавая комнаты биржевым дельцам. Вскоре Ло купил себе особняк, а прилегавшую к нему землю отдал торговцам акциями. Покупать и продавать их в другом месте было запрещено, и так возникла нечто подобное первой во Франции фондовой биржа со своей организацией и обычаями. В центре этой биржи находилось около 500 киосков для профессиональных торговцев акциями. Киоски были украшены яркими надписями и флагами, повсюду играла музыка. В толпе торговцев акциями сновало множество торговцев разными товарами, и все это напоминало шумную средневековую французскую ярмарку, привлекавшую своей зрелищностью множество любопытных парижан и приезжих.

В Париже началось всеобщее экономическое оживление, в этот город устремилась масса состоятельных людей со всех концов Европы. Цены выросли на всё в несколько раз, но и заработки наемных работников также возросли – сказывалось изобилие денег. Особенный спрос был в Париже на предметы роскоши и произведения искусства – картины, статуи, ювелирные изделия покупались как никогда. Всеми овладела иллюзия процветания и никто не задумывался о том, что всё это скоро может закончиться. По словам Пушкина, когда «явился Law», «алчность к деньгам соединялась с жадной наслаждения и рассеянности; имения исчезали; нравственность гибла; французы смеялись и рассчитывали, и государство распадалось под игривые припевы сатирических водевилей»¹⁷⁵.

В декабре 1719 г. курс акций компании стал неустойчивым – он повысился до 10, достигая иногда и 15, и 20 тысяч. Однако даже

¹⁷⁴ Ло даже заключил пари с Томасом Питтом, графом Лондондерри, что поведет игру на понижение с акциями британской Ост-Индской компании. Ло обязался про- ставить к 25 августа 1720 г. эти акции с номинальной стоимостью 100 тыс. фунтов за 180 тыс. фунтов, т. е. по цене 180 фунтов за акцию при номинале 100 (в конце августа 1719 г. их биржевая цена была 194 фунта), рассчитывая таким образом сбить курс акций и начать игру на понижение (Hamilton E. John Law of Lauriston: Banker, Gamester, Merchant, Chief / E. Hamilton // *American Economic Review*. – 1967. – Vol. 57. – №2. – P. 273–276.)

¹⁷⁵ Пушкин А. С. Арап Петра Великого // Пушкин А. С. Стихотворения / А. С. Пушкин. – М.: Олма-Пресс, 2002. – С. 495.

в течение одного дня происходили значительные колебания курса, что создавало редкую возможность быстро разбогатеть – для этого необходимо было иметь либо особое чутье, либо везение, – или же полностью потерять всё. Те, кто в подходящий момент продавали акции, сильно об обогатились¹⁷⁶.

Наступала та неизбежная стадия развития спекулятивного пузыря, когда тревожные настроения инвесторов начинали брать верх над желанием обогатиться. Чтобы остановить колебания курса и предотвратить его снижение, Ло объявил, что скупает у всех желающих акции по 9000 ливров, а за дополнительную плату 1000 ливров владельцы акций получали право приоритетного выкупа их бумаг в течение полугода по цене 10 000 ливров. После этого рынок на время успокоился¹⁷⁷.

В январе 1720 г. Дж. Ло стал главным контролёром финансов – это был высший административный пост во Франции того времени. Он контролировал все государственные расходы и доходы, а также эмиссию банкнот. Казалось, ничто теперь не мешает осуществлению самых смелых замыслов знаменитого финансиста. И действительно, вскоре после назначения на этот пост курс акций *Compagnie des Indes* на время стабилизировался и достиг 10 тыс. ливров – это был наивысший их устойчивый курс. Банкноты Королевского банка в это время также имели наивысший курс – они торговались на 10% выше по сравнению с золотым монетам того же номинала. Доверие к банкнотам было максимальным и на них можно было купить всё, включая недвижимость.

Джон Ло любил слово «система» – система обогащения его самого и других, система делания денег «из воздуха». В тот момент «система» Джона Ло была удобна и выгодна всем, и мало кто понимал её слабые места. И мало кто задавался вопросом, на что именно расходуются огромные деньги, получаемые Компанией Индий от продажи акций. А расходовались они отнюдь не на приобретение колониальных товаров и кораблей для торговли с

¹⁷⁶ По акциям были обещаны дивиденды не менее 4%, а цена их размещения в 10 раз превосходила номинал и составляла 5000 ливров (в предыдущих выпусках она была 500, 550 и 1000 ливров). На практике для приобретения акции достаточно было уплатить 500 ливров, остальная часть суммы в таком случае должна была выплачиваться ежемесячно равными платежами по 500 ливров

¹⁷⁷ В течение января 1720 г. курс акций не опускался ниже 9000, хотя так и не достиг 10 000, и владельцы права выкупа по 10 000 ливров остались в проигрыше. Впрочем, Ло проявил щедрость и предложил им при желании выкупить акции по 10 000.

дальними странами, как планировалось первоначально. В основном эти деньги тратились на приобретение облигаций государственного займа, за что правительство предоставляло компаниям новые и новые льготы.

Однако к этому моменту наивысшего взлета Джона Ло и его «системы», капитализация компании составляла 5,4 млрд ливров, что почти в четыре раза превышала стоимость всех государственных облигаций, внесённых в оплату за акции. Кроме того, капитализация в четыре раза превышала размер золотого запаса страны (1,2–1,3 млрд ливров). Однако этот тревожный сигнал непомерного раздувания спекулятивного пузыря самого Ло не волновал. Возможно, он искренне верил в свои собственные слова о том, что основная ценность в стране – земельная недвижимость, а её стоимость была намного большей, чем золотой запас.

Кроме того, такое быстрое и успешное размещение большого количества акций, несмотря на стремительный рост их курса, было возможным за счет того, что банк выпускал все больше и больше банкнот, иначе говоря – за счёт работы печатного станка. К чему ведёт такая практика говорить не нет необходимости – это общеизвестно. Регент, не понимавший всего этого, рассуждал просто – выпуск банкнот на 500 миллионов ливров дал хороший результат, независимо от того, насколько они обеспечивались золотом. Так почему бы не выпустить еще столько же?

Доверие к бумажным деньгам было в основе всей «системы» Джона Ло, а с этим доверием начались проблемы. Массовая эмиссия банкнот (в обращении находилось около 3 млрд ливров) привела к неизбежному снижению их покупательной способности. Начался рост инфляции (с 4% в сентябре 1719 г. до 23% в январе 1720 г.), сопровождавшийся повышением цен, в том числе на продукты питания. В 1720 г. жизнь в Париже была в два раза дороже, чем в 1718 г. Хотя увеличилась оплата труда, но это приводило к ещё большей инфляции. Так как золотыми монетами обеспечивалось не более 25% всей денежной массы, реакция была предсказуемая – всё больше стала распространяться оплата золотом и серебром, а банкноты все чаще отказывались принимать. Всё больше инвесторов начали задумываться о возможных последствиях.

Первым забеспокоился принц Конти, не скрывавший того, что он противник «системы» Джона Ло. Конти отправил в Королевский банк большую сумму денег в банкнотах с

требованием обменять их на золото. Ло заволновался и убедил регента повлиять на Конти, чтобы тот отказался от этой затеи, хотя по сути желание принца было совершенно законным. И хотя Конти был известен в Париже своей мелочностью и скупостью, объяснить только лишь этим его желание не удалось. Эта история получила огласку и вскоре другие представители аристократии начали обменивать банкноты на золото. Ло уже не мог этому противодействовать, хотя понимал, что запас золота в банке ограничен. Многие начали перевозить полученное в банке золото и купленные на бумажные деньги драгоценности в Англию и Голландию.

Вся «система» Ло оказалась плод угрозой, и 27 декабря 1720 г. по был издан указ, объявлявший банкноты единственным законным средством платежа. Запрещался не только экспорт драгоценных металлов, и но хранение сбережений в монетах на сумму свыше 500 ливров стало противозаконным. Суммы обмена банкнот на золото были ограничены (не более 100 ливров в одни руки) и серебро (10 ливров). Нарушителям грозила конфискация, запрещалась покупка драгоценных камней и ювелирных изделий. О нарушителях указа предлагалось доносить (доносчики получали долю от конфискованных ценностей). После этого начался хаос – эпидемия доносов, волна конфискаций, арестов и всеобщей паники. Современники сравнивали всё это со временами инквизиции. Указ вызвал всеобщее недовольство. Даже те, кто ещё не начал подозревать неладное, всё поняли и стали любой ценой беречь металлическое деньги, пытаясь избавиться от банкнот. Любовь и доверие к Джону Ло, ещё недавно, казалось, бывшие всенародными, быстро сменились всеобщей ненавистью к нему и к регенту Филиппу Орлеанскому. Можно только удивляться, как не начались массовые беспорядки или даже революция.

В марте 1720 г. Ло, пытаясь удержать курс акций от снижения¹⁷⁸, объявил, что Компания Индий будет выкупать свои акции по 9000 ливров (рыночная цена к тому времени опустилась до 8000 ливров). Для инвесторов это была позитивная новость –

¹⁷⁸ Попытка правительства поддержать престиж компании за счет формирования корпуса переселенцев из 6 тысяч человек для освоения земель Америки (переселенцам обещали выдать одежду и орудия труда) привела лишь к тому, что в этот корпус записывались одни бродяги и нищие. К тому же, более половины завербованных переселенцев так и не попало в Новый Орлеан – сбежав по дороге, они продавали выданное им обмундирование и возвращались обратно в Париж к прежнему образу жизни.

они приобретали акции в разное время по цене от 500 до 5000 ливров и в любом случае оставались в выигрыше. Но для того, чтобы выкупать акции, Ло необходимы были новые эмиссии банкнот – иного источника финансов у него не было. До конца апреля количество банкнот в обращении выросло в два раза, до 6 млрд ливров. После этого система Ло была обречена и крах был неизбежен, вопрос был только во времени.

Гарантированный выкуп акций вскоре был отменен. После этого началось снижение курса акций и к концу месяца курс опустился до 7825 ливров. Чтобы предотвратить панику, Джон Ло под влиянием регента восстановил выкуп акций по 9000 ливров. Однако в целом индивидуальные инвесторы приобрели лишь около 30% акций – само по себе это было тревожным сигналом.

После этого Ло запретил все частные сделки с акциями – вторичный рынок ему уже был не нужен. Он не мог не понимать, что находится на грани краха, и предпринял отчаянные попытки борьбы с инфляцией, пытаясь сокращать количество банкнот в обращении (по его замыслу – на 5 млн ливров ежемесячно). Согласно указу от 21 мая 1720 г. цена банкнот снижалась – через неделю банкнота номиналом 100 ливров должна была стоить 80 ливров, через две – 70, через три – 60, через четыре – 50. Курс акций также поэтапно должен был снижаться и доведен к началу декабря 1720 г. до 5000 ливров. Трудно понять, на что рассчитывал Ло – этот план выглядит так, как будто в нём вообще не учитывалась реакция общества. Возможно, Ло уже просто не знал, что предпринять, и действовал наугад, сам ещё до конца не веря, что конец грандиозного пузыря близок. В ином случае он, скорее всего, вышел бы из игры и покинул бы страну, как это делали многие другие после него.

Недовольство оказалось настолько массовым, что через несколько дней указ пришлось отменить. К концу мая цена акций опустилась до 4200 ливров. А 27 мая банк прекратил обмен банкнот на золото – возникла угроза полностью утратить золотой запас. Никто уже не хотел принимать платежи бумажными деньгами и все требовали платить золотыми монетами. Правительство приняло решение объединить Королевский банк с Компанией Индий, но этот шаг ничего не дал для смягчения финансового кризиса.

Регент заявил, что во всём виноват Джон Ло, и через несколько дней толпа едва не растерзала шотландца, когда он проезжала по улице в карете. Джону Ло пришлось уйти с поста

министра финансов, но это уже мало что изменило – дела его компании были плохи. В сентябре акции стоили 2000 ливров и курс продолжал падать дальше. В декабре их цена составляла менее 1000 ливров.

Было решено вернуть в правительство канцлера д'Агессо, отправленного в отставку в 1718 г. из-за сопротивления проектам Ло. А 1 июня 1720 г. своим первым указом канцлер возобновил обмен банкнот на монеты. Золота и серебра не хватало, и многие были готовы обменивать банкноты на медные деньги, лишь бы получить хоть что-то. Инфляция была стремительной – в августе 1720 г. 1000 ливров банкнотами обменивались только на 400 ливров монетами, в сентябре – на 250. Наконец, указом от 20 октября 1720 г. банкноты были полностью аннулированы без всякой компенсации.

Дела Компании Индий быстро ухудшались – акции продолжали обесцениваться, а о престиже компании говорить не приходилось – в народе распространились карикатуры на регента и Джона Ло, а на парижских улицах можно было услышать издевательские песенки, в некоторых из которых предлагалось использовать акции компании Ло в туалете, так как больше они ни для чего не годны. Последней попыткой спасти компанию было предложение правительства обменять акции на государственные облигации с малой доходностью, но большинство владельцев акций отказалось от этого. В ноябре 1720 г. был издан указ, лишивший компанию всех привилегий. После этого акции полностью упали в цене (к сентябрю 1721 г. – до номинала). «Благодаря финансовым операциям шотландца Джона Ло» начался «неслыханный биржевой кризис, имевший своим последствием ужасные бедствия». Это был «первый европейский крах»¹⁷⁹.

Было возбуждено несколько уголовных дел против руководства компании, обвинявшегося в мошенничестве. Ло просил регента позволить ему уйти в отставку, признав, что совершил много ошибок, так как живым людям свойственно ошибаться. Но финансист уверял регента, что за этими ошибками не было нечестных замыслов и корыстных мотивов¹⁸⁰.

¹⁷⁹ Нисселович Л. Н. О биржах, биржевых установлениях и мерах ограничения биржевой игры. Обзорение важнейших законодательств сравнительно с русским правом / Л. Н. Нисселович. – СПб.: Типогр. А. Е. Ландау, 1879. – С. XV.

¹⁸⁰ Что же касается амбициозного замысла Ло обвалить акции голландской Ост-Индской компании и его спора с герцогом Лондондерри, то цена акций не только не падала, но всё больше росла. Надежные акции голландской Ост-Индской компании

Так ли это было на самом деле? Когда сегодня познакомишься с историей Джона Ло, первая мысль, которая естественно приходит в голову – ловкий финансовый авантюрист, один из многих «надувателей пузырей», истории которых так похожи одна на другую. Впрочем, не исключено, что Ло был именно авантюристом, а не аферистом, и сам верил в успех затеянного им рискованного дела.

Регент сообщил Ло, что ему необходимо покинуть Францию. Сохраняя к шотландцу уважение и даже, возможно, веру в правоту его дела, Филипп Орлеанский предлагал финансисту любую сумму денег в качестве помощи. Но Ло отказался, то ли из наигранного благородства, то ли из настоящего – кто знает... Когда Джон Ло с сыном прибыл в Брюссель, распространились слухи о несметном богатстве шотландца, но вскоре выяснилось, что они ложные. Хотя Ло мог бы вывести из разоренной обанкротившейся страны немало золота (подобных примеров много известно в истории, как давней, так и в новейшей), но когда он уехал из Франции, у него был с собой, по слухам, только перстень с бриллиантом. Все его имущества и земли были конфискованы, а оставшиеся во Франции жена и дочь лишены пенсии, хотя сам Ло как частное лицо оплатил её на много лет вперед. Во всех бедах обвиняли Джона Ло, и если бы он не ушел из страны то мог бы быть казнён. После бегства из Франции Джона Ло видели в разных городах Европы¹⁸¹. Умер шотландский финансист в Венеции в 1729 г. от воспаления легких

пользовались всеобщим спросом, и в апреле их цена была 235 фунтов, продолжая расти. Максимальным спрос на них был в июне – акции стоили по 420 фунтов. К концу августа, когда истекал срок пари Джона Ло, акции стоили по 345 фунтов, и чтобы поставить 100 тыс. акций по цене 180, их необходимо было покупать по 345. Убытки посчитать нетрудно – 165 тысяч фунтов. Лондонский банкир Джордж Мидлтон, представлявший в Англии интересы Джона Ло, и пытавшийся сохранить честь своего клиента, полностью разорился на этой сделке (Фергюсон Н. Восхождение денег / Н. Фергюсон. – М.: Астрель, 2010. – С. 172).

¹⁸¹ Говорили, что он вынашивал планы вернуться во Францию и начать всё с начала, но в 1723 г. его главный покровитель – Филипп Орлеанский, – внезапно умер, что сделало возвращение Ло во Францию невозможным. Известно, что бурный взлет Джона Ло заинтересовал Петра I. Российский царь встречался с ним в Париже в 1817 г. во время своего визита во Францию, и следил в дальнейшем за ходом дел Ло. Когда шотландец оказался в изгнании, царь пригласил Джона Ло в Россию в качестве экономического советника. Планировалось поручить Ло организацию колониальной компании для торговли с Персией, а также учреждение банка, подобного Королевскому банку Франции. Однако Ло уклонился от прямого ответа на предложение царя Петра и в конечном счете так и не принял его (Бабст И. Джон Ло или финансовый кризис Франции в первые годы регентства / И. Бабст. – М.: Университетская типография, 1852. – С. 176).

в возрасте 58 лет.

Крах системы Джона Ло оказал значительное влияние на всю финансовую политику первой половины XVIII века во Франции. Но если в Англии реакцией на банкротство South Sea Company стало принятие Bubble Act (первого закона о спекулятивных «пузырях») и распространение практики аудита, а внимание участников финансового рынка привлекла проблема раскрытия достоверной информации о финансовом состоянии акционерных компаний, то во Франции пошли по иному пути, ужесточив регулирование и усложнив порядок создания акционерных обществ¹⁸².

А проблема государственного долга была решена путём конфискации – облигации тех из владельцев, кто не смог доказать законность их приобретения, были аннулированы. По оставшимся обязательствам проценты были в несколько раз сокращены, что объяснялось многочисленными злоупотреблениями при выпуске государственных ценных бумаг.

После краха Компании Индий крупные парижские инвесторы устремились в Лондон, переживавший последствия краха Компании Южного моря. Крах этот был болезненным, но не настолько, как в истории Джона Ло – о сравнительных размерах спекулятивных пузырей говорит то, что у Компании Южного моря раздутая цена акций превышала номинал в 9,5 раз, а у Миссисипской компании – в 19,6 раз.

Казалось бы, крах «системы» Джона Ло был для Франции настолько драматическим, что должен был создать навязчивое недоверие французов к банкам и финансистам, не говоря уже о ценных бумагах, затормозив на долгое время развитие финансовых услуг. Однако уже во второй половине XVIII века, несмотря на совсем недавние финансовые потрясения во времена краха Джона Ло, во Франции снова начался акционерный бум и стали создаваться акционерные компании со всеми теми же недостатками, что и во времена Джона Ло. Компании занимались самой разнообразной деятельностью, а правительство предоставляло им всевозможные монополии и привилегии.

¹⁸² Кроме общего торможения развития финансовой системы и рынка ценных бумаг это привело к отставанию в формировании системы аудита. И хотя в законе об акционерных обществах от 24 июля 1867 г. появилось требование о необходимости внешнего аудита компаний, порядок определения компетентности и независимости «комиссаров», которые должны были проводить аудит, не был определен. Длительные дебаты по этому поводу в последующие десятилетия не дали результатов – практика аудита стала играть реальную роль во Франции только с середины XX века.

Накануне Великой французской революции основной спекулятивный ажиотаж был связан с акциями Caisse d'Escompte, Nouvelle Compagnie des Indes, акциями различных страховых компаний и этот бум, вероятно, разрастался бы и далее, но он был прерван начавшейся в 1789 г. Великой французской революцией.

Основание Парижской биржи

Длительное время финансовой столицей Франции был Лион, знаменитый средневековыми ярмарками и биржей, но и в Париже валютные операции также издавна проводились на мосту Pont-aux-Changes среди лавочек ювелиров. Когда им там стало тесно, они перебрались во Дворец правосудия, а затем на улицу Quincampoix, приобретшую известность во время спекулятивного скандала, связанного с именем Джона Ло.

Предшественниками биржевых маклеров во Франции можно считать *coutratiers* (от латинского *curre* – бегать, *suere* – суетиться), появившихся еще с начала XIV в, а история первых прототипов Парижской биржи восходит к 1304 г., хотя официально биржа была открыта гораздо позже. Старейшая французская биржа была открыта в Тулузе в 1530 г., в то же время, что и первые биржи в Брюгге, Антверпене и Амстердаме.

В Париже первая биржа начала работу в 1563 г. и вначале помещалась в здании судебной палаты, а по королевскому указу от 1 августа 1720 г. она была перенесена в старое здание Hotel de Soissons. Когда во времена Джона Ло на бирже расцвела спекуляция, то часов, отведенных на совершение сделок, стало недостаточно. Биржу попытались закрыть, но это только усиливало спекуляцию. Несмотря на угрозу тюремного заключения и штрафа в 1000 экю спекулянты собирались недалеко от биржи и совершали сделки до поздней ночи не взирая на все попытки полиции их разогнать и даже временное закрытие биржи.

24 сентября 1724 г. королевским указом Парижская биржа была снова открыта и продолжала работу в здании Hotel de la Compagnie des Indes, а 10 мая 1795 г. биржа была переведена в Лувр, затем еще несколько раз меняла свое место. По мере перемещения биржи, вместе с ней перемещались и собиравшиеся в близлежащих кофейнях неофициальные маклеры. Эти собрания назывались в Париже «маленькой биржей». В первой половине XIX века местом встреч неофициальных маклеров была кофейня Тор-

тони, затем – Оперный Пассаж (Passage de l'Opera). Изгнанные в 1849 г. полицией и оттуда, они стали собираться на бульваре des Italiens¹⁸³.

В работе биржи были установлены многочисленные ограничения, направленные на предотвращение спекулятивных сделок, но в то же время тормозившие общее развитие финансового рынка. В конце XVIII в. операции проводились в основном с французскими государственными ценными бумагами, билетами королевской лотереи и акциями колониальных компаний (преимущественно голландских Ост-индской и Вест-индской). На бирже официально имели право на операции только 60 маклеров – *agents de change*, которые, в свою очередь, пользовались услугами более 420 нанимаемых клерков. Эти ограничения, особенно усилившиеся после спекулятивных операций Джона Ло, объяснялись целью предотвратить подобные операции.

После окончания наполеоновских войн на Парижской бирже в котировках появились не только государственные облигации и билеты королевской лотереи, но и муниципальные, а также ценные бумаги французских страховых компаний¹⁸⁴. В этот первый период истории Парижской биржи, связанный с накоплением капитала и длившийся до 1848 г.¹⁸⁵, количество наименований акций в котировках было незначительным, хотя и выросло с 2 в 1805 г. до 17 в 1825. Вначале это были акции банков, и только в 1840-е годы начинают появляться бумаги транспортных компаний, строивших каналы, а затем и железные дороги. Значение акций стало быстро увеличиваться в 1840-е годы (60 наименований в 1845 г.)¹⁸⁶.

«Во всем, что касается биржи... положение Англии и Голландии исключает всякую возможность сравнения с Францией». Биржи этих стран открыты громадным коммерческим операциям наряду с продажей и покупкой публичных фондов. На них каждый день сходятся наиболее почтенные коммерсанты, тогда как коммерсанты и банкиры Парижа никогда не показываются на бирже,

¹⁸³ Маленькая парижская биржа // Финансовое обозрение. – 1874. – №8. – С. 126.

¹⁸⁴ Первая страховая компания во Франции была создана для морского страхования еще в 1668 г., за двадцать лет до организации в Англии известной страховой компании Ллойда.

¹⁸⁵ Второй и третий период в истории были в 1849–1870 гг., в эпоху расцвета свободной торговли, и в 1871–1913 гг., время экспорта капитала.

¹⁸⁶ В котировках было 2 наименования акций в 1805 г., 3 в 1810 г., 2 в 1815 г., 9 в 1820 г., 17 в 1825 г., 21 в 1830 г., 20 в 1835 г., 41 в 1840 г., 60 в 1845 г. (Arbulu P. *La Bourse de Paris au XIX^e siècle: efficience et performance d'un marché financier émergent* / P. Arbulu. – Paris: Éditions Connaissances et Savoirs, 2007. – P. 31, 37).

они... должны избегать общения с авантюристами», которые стекаются на Парижскую биржу... влекомые соблазном быстрой и легкой прибыли». Срочные сделки в Лондоне и Амстердаме «гораздо многочисленнее, чем в Париже», и только при их помощи удается обеспечивать финансовыми ресурсами Европу, «не говоря о спекуляции, которая занимается государственным долгом двух стран, несравненно большим долга Франции»¹⁸⁷.

Хотя Парижская биржа уступала Амстердамской и Лондонской, во второй половине XVIII в. Париж стал крупным центром международной торговли, связанной преимущественно с двумя десятками крупнейших частных банков, получивших в то время названия *haute banque* – высшего слоя частных банкиров. В то время как в Англии развивалась система провинциальных акционерных банков, во Франции в большей мере акцент был сделан на частные банкирские дома, которые (51 в 1721 г. и более 70 в 1780 г.) представляли весьма широкий спектр финансовых услуг¹⁸⁸. Общий экономический потенциал Франции возрос и золотой запас страны оценивался к концу XVII века в 39,4 млн. фунтов (золотой запас Англии – 17,5 млн.). Однако повышенное значение государственного регулирования нередко приводило в XVII–XVIII вв. к тому, что из-за манипуляций с курсом национальной валюты она не очень котировалась на бирже Амстердама.

Французская революция и финансовая политика Наполеона

Накануне революции 1789–1799 гг. Франция занимала второе место в мире (после Англии) по объему промышленного производства, однако оставалась преимущественно аграрной страной – из 26 млн. населения 85% были крестьянами. Земельная аристократия вместе со всеми земледельческими кругами были основной опорой старого режима и консерватизма. Как и всех консерваторов, их привлекал покой, и власть их была основана на использовании уже имеющихся средств и способов обогащения, и на попытках избежать всего нового. Всё это уже не раз было в истории, и было характерно для нарастающего состояния упадка, но консерваторы не хотели этого видеть. А может быть, просто не могли увидеть, так

¹⁸⁷ Васильев А. А. Биржевая спекуляция. Теория и практика / А. А. Васильев. – СПб.: Тип. Ю. Н. Эрлих, 1912. – С. 86.

¹⁸⁸ Cassis Y. *Capitals of Capital. A History of International Financial Centres, 1780–2005* / Y. Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 2006. – P. 24–25, 29–30.

как естественное и вполне понятное стремление к самосохранению было для них важнее. Однако эти круги были инертны, поэтому они не могли конкурировать с новыми людьми, возвысившимися во время революции. Финансисты и владельцы крупного капитала, связанные с революцией, оказались сильнее земельной аристократии, так как они были более открыты новому, более способны к изменениям.

Во Франции революция не только затронула экономическую и политическую систему, но в нее также были вовлечены значительные массы населения (отчего эту революцию называют Великой французской революцией). Все это привело к значительным социально-политическим катаклизмам, коснувшимся и частных банкиров, некоторые из которых были казнены, а другие подверглись преследованиям.

После революционного периода финансовая система и рынок ценных бумаг во Франции были достаточно быстро восстановлены за счет директивного регулирования при правлении Наполеона. Пришедший к власти император стремился навести порядок в финансовой системе Франции, доставшейся ему в нестабильном состоянии, и Наполеона постоянно преследовала мания централизации.

Финансовая система Франции испытывала значительные трудности, связанные с непомерными военными расходами еще до начала Великой французской революции. В 1775 году началась американская война за независимость. Франция включилась в нее в 1778 году, а вслед за ней, в 1779 году – Испания. Британский король Георг III хорошо понимал, что эта война, как и предыдущая, окажется войной кредитов. Это понимал и французский министр иностранных дел Верженн, но объективно французская финансовая система находилась в плачевном состоянии. Не удивительно, что Наполеон сразу столкнулся серьезными финансовыми проблемами, накопившимися в течение двадцати лет (долги «старого режима» достигали 45,9 млн франков). Одной из причин массового недовольства во Франции, помогшего прийти к власти Бонапарту, были большие задолженности по 5% пенсионным аннуитетам. В них вложила свои сбережения значительная часть населения (особенно в Париже), а выплаты не производились почти десять лет. Но к созданию кредитной системы Наполеон или «не хотел, или не умел приступить». «Он не только не хочет употреблять средства займов, но систематически оным противится, и питает ко всем соображениям кредитным, ко всем людям, занимающимся оными,

как будто личную ненависть». «Никто из подданных моих не должен иметь более 3 000 000 фр. вольного капитала», говорил император, поскольку «твердо был уверен, что употребление кредита ведет государство к неминуемой гибели». А министр финансов Наполеона соглашался с ним в том, что «вы справедливо полагаете что кредитная система... неоплатимыми долгами пожирает все надежды будущих времен»¹⁸⁹.

Столь же настороженно император относился к обращению бумажных денег. В результате проведенной им денежной реформы Франция избавилась от ассигнаций, курс которых настолько упал, что составлял 2–3% номинала. Наполеон создал во Франции целую школу противников кредита, пойдя по пути увеличения налогов и усиления централизованного влияния государства на экономику, что оказало затем влияние на всю историю финансовой системы и рынка ценных бумаг. Поэтому решение проблемы многочисленных спекулятивных злоупотреблений в наполеоновской Франции представлялось возможным лишь с помощью усиления государственного регулирования и контроля. Негативное и настороженное отношение Наполеона, видевшего «в современных идеях и... в самой цивилизации нечто вроде личного врага» к коммерции привело к тому, что, по словам Ф. Ницше, «мужчина вновь стал в Европе господином над купцом»¹⁹⁰. Наполеон считал, что деньги не имеют родины, а финансисты не имеют ни патриотизма, ни честности, так как их единственная цель – нажива¹⁹¹. Поэтому он считал финансистов «бичом и проказой нации», но обойтись без них не мог, как не мог обойтись и без кредитов.

Чтобы улучшить состояние финансовой системы, было решено заключить новый государственный заём на 12 млн франков. Недавно назначенный министр финансов М. Годэн¹⁹² 24 ноября 1799 года организовал в Люксембурге встречу с несколькими крупными парижскими банкирами, но переговоры не привели к успеху. Тогда по приказу Наполеона был создан Банк Франции с капиталом 30

¹⁸⁹ Орлов М. Ф. О государственном кредите / М. Ф. Орлов // У истоков финансового права. – М.: Статут, 1998. – С. 362.

¹⁹⁰ Ницше Ф. Веселая наука / Ф. Ницше // Соч. в 2 т. Т. 1. – М.: Мысль, 1990. – С. 688–689.

¹⁹¹ Вспоминаются известные и несколько двусмысленные слова Шарля Монтескье – «Финансисты поддерживают государство точно так же, как веревка поддерживает повешенного».

¹⁹² Мартин-Мишель Годэна (1756–1841), министр финансов в 1799–1814 гг. (Gaudin, Martin-Michel-Charles (1756–1841) ministre des Finances, duc de Gaëte. – http://www.napoleon.org/fr/salle_lecture/biographies/files/gaudin_ministrefinances.asp).

млн франков (выпустивший 30 000 акций по 1000 франков), начавший работу 20 февраля 1800 г. Законом от 14 апреля 1803 г. банку давалось исключительное право денежной эмиссии, в чем еще раз проявилось стремление Наполеона к максимальной централизации финансовой системы. Это стремление позволило императору сосредоточить в своих руках значительные финансовые ресурсы, но в то же время значительно затормозило развитие банковской системы во Франции, в особенности – сети провинциальных банков. В конце правления Наполеона отсталость французской банковской системы по сравнению с английской была очевидной.

Деньги были одним из наиболее важных союзников Наполеона, и ему удавалось финансировать пятнадцатилетние войны, требовавшие огромных расходов. Военные экспедиции в Египет, в Санта-Доминго, продажа Луизианы (французской колонии в Северной Америке) – все это было направлено на пополнение казны и обеспечение финансирования войны. Испания, в конце 1804 г. объявившая Англии войну, предоставила Наполеону субсидию в 48 млн франков; продажа Луизианы дала 50 млн франков, но этого было недостаточно для Франции, так как государственный бюджет составлял 500 млн франков в мирное время и 800 млн в военное. Поскольку Наполеон отказался от повышения налогов, ему необходимы были дополнительные источники доходов, которые могли предоставить только крупные французские финансисты, такие как Увар, Деспрез и др., имевшие связи с крупными частными банкирами Амстердама. В частности, Габриэль Увар финансировал снабжение армии (только лишь по снабжению военно-морского флота Франции Увар получил контракт на 64 млн золотых франков).

В 1806 году была восстановлена деятельность генеральных ревизоров и правительственных чиновников, собиравших налоги. А после издания закона о бюджете от 24 апреля 1806 года начался выпуск облигационного займа на 60 млн франков (6 000 облигаций по 10 000 франков). Высокая стоимость облигаций была установлена преднамеренно с целью предотвратить их чрезмерное и неконтролируемое обращение. В дальнейшем такие займы повторялись, и с 1806 по 1813 г. казначейством было получено по ним 377 млн франков¹⁹³.

¹⁹³ Наполеону удалось длительное время финансировать свои военные проекты, в чем кроме Г. Увара и других финансистов была немалая заслуга министра финансов М. Годэна. Личными финансами императора занимался банкир Лаффит (Laffitte). Известно, что Наполеон приобретал достаточно большие пакеты ценных бумаг, в том числе 1000 акций Банка Франции (Banque de France) на сумму 1260 тыс. франков; 38 акций

Наполеон, несмотря на его настороженное отношение к кредиту, постоянно искал различные безопасные способы получения финансирования, и к концу его правления общий объем кредитов достиг 706 млн франков (из них 327 млн – в облигациях различных займов и пенсионных аннуитетах). Всего же за период войн императору удалось сосредоточить в своих руках более 4 млрд франков, в том числе за счет оптимизации налоговой системы.

Биржа, этот «барометр общественного мнения», как ее называл Г. Флобер¹⁹⁴, закрытая 23 марта 1793 г. во время революционных событий, возобновила свою работу в 1801 г. Наполеон издал указ о строительстве нового здания для нее, а Коммерческий кодекс («Code de Commerce») 1807 года зафиксировал нормы единого биржевого права. Однако император с опасением относился к бирже, способной оказывать влияние на политику государства. Наполеон не раз говорил, что для парижских биржевых дельцов нет ничего святого, а средства их обогащения – ложь и подлог, считая, что такой безнравственности не было на биржах Амстердама и Лондона. Для Парижской биржи, знаменитой не столько присутствием известных финансистов, сколько скоплением авантюристов, обычным было колебание курса государственных ценных бумаг на 2–3% в течение дня, немыслимое для Лондонской биржи. Внебиржевой парижский рынок, так называемая «кулиса», где проводились всевозможные не разрешенные законом операции, вообще не контролировался государством, что особенно не нравилось Наполеону, попытавшемуся ликвидировать «кулису» в 1809 году (внебиржевой рынок снова возобновил свою деятельность после 1815 г.). В работу биржи был введен ряд других ограничений – биржевые маклеры были лишены права создавать общества с ограниченной ответственностью, а специальная биржевая полиция контролировала работу биржи. Операции с иностранными ценными бумагами полностью запретили.

Так же настороженно Наполеон относился и к самой идее свободного рынка, столь естественной для британцев. В то время как в Англии финансовая система регулировалась на основании идей свободной торговли и принципа децентрализации, то во

Канала де Миди (canaux du Midi) на 380 тыс. франков, 180 акций каналов d'Orléans и du Loing на сумму 1800 тыс. франков, а также акции des salines de l'Est на 388 тыс. франков (Branda P. Le prix de la gloire: Napoléon et l'argent / P. Branda. – Paris: Fayard, 2007. – P. 383, 394–395).

¹⁹⁴ Флобер Г. Лексикон прописных истин / Г. Флобер. – http://lib.ru/INPROZ/FLOBER/lexicon.txt_with-big-pictures.html.

Франции основной акцент был сделан на централизованном государственном регулировании. За счет государственного регулирования французский рынок ценных бумаг приобрел четкую организацию.

Наполеон контролировал все основные финансовые центры континентальной Европы (Париж, Амстердам, Франкфурт, Геную, Венецию, Женеvu) и крупнейшие порты (Антверпен, Геную, Парму, Марсель, Нант, Пьяченцу, Гамбург и др.), но он ничего не мог поделать с финансовым могуществом «коварного Альбиона»¹⁹⁵ – островной империи, влияние которой простиралось на все континенты.

В ноябре 1806 года, после победы над Пруссией, Наполеон решил объявить «континентальную блокаду», запретив торговлю стран континентальной Европы с Англией. Так он хотел лишить Англию доступа к континентальным рынкам сбыта и создать более выгодные условия для французских товаров. Но у континентальной блокады была и финансовая цель – она состояла в том, нарушить важнейшую основу британского правительства – кредит. Наполеон хотел подорвать кредит Англии и истощить источник финансирования новой коалиции.

Идея подорвать основу британского кредита возникла еще в период революции, и важное значение в этом придавалось французской оккупации Амстердама. Во Франции верили, что это нарушит британский кредит и поможет в устранении финансового дефицита во Франции – ведь Наполеон считал, что тот, кто владеет Амстердамом, держит пистолет у английской груди.

Лондонская биржа очень чувствительно реагировала на победы и поражения Наполеона. Герой У. Теккерея Джон Седли полностью разорился после того, как бегство Наполеона с острова Эльба в 1815 году на время радикально изменила положение дел на бирже. Бегство Наполеона с Эльбы – «это не что иное, как заговор и хитрый обман... в котором замешана добрая половина европейских держав, – они спят и видят, как бы вызвать падение государственных бумаг и разорить нашу страну»¹⁹⁶.

¹⁹⁵ Альбион – древнее название Англии. В XIX веке ее называли не только «туманный Альбионом», но и «коварным Альбионом», имея в виду изощренность и двуличие британской дипломатии, не останавливавшейся ни перед чем для достижения целей глобальной империи.

¹⁹⁶ Теккерей У. Ярмарка тщеславия / У. Теккерей. – <http://lib.ru/INPROZ/TEKKEREJ/fairy.txt>.

Вера в то, что английский кредит основывается на фиктивном богатстве повлияла и на общее настороженное отношение Наполеона к кредиту – император считал, что государственный долг Англии подтачивал экономику страны¹⁹⁷. Своя логика в этом была – оккупация Амстердама не только дестабилизировала всю финансовую систему XVIII века, где Амстердам играл ключевую роль, но и ускорила упадок этого важнейшего финансового центра.

Наполеон начал весьма опасную для себя игру, вероятно, не понимая до конца природу финансового могущества «коварного Альбиона». Нидерландские финансисты без особых проблем для себя перебрались в Англию вместе со своими капиталами. Захват Амстердама ускорил упадок этого финансового центра, но не только не ослабил финансовый потенциал Англии, но и, наоборот, усилил его. Мобильный финансовый капитал легко и быстро мигрировал через границы государств. А война не только активизировала британскую экономику и военную промышленность, усиливая этим экономический потенциал Англии, но и ускорила перемещение капиталов из оккупированной Наполеоном Европы на британский финансовый рынок, помогая превращению Лондона в мировой финансовый центр. С этим Наполеон ничего не мог поделать.

Государственный долг Франции стараниями Наполеона снизился от 3263 млн франков в 1793 г. (116,5 франков на душу населения) до 714 млн в 1802 г. (24,62 франков на душу населения), но потом снова начал расти, достигнув 1320 млн в 1816 г. (44,0 франков на душу населения). В Англии было другое отношение к государственному долгу, и правителей «коварного Альбиона» не очень беспокоил его рост от 5894 млн франков в 1793 г. (492,17 франков на душу населения) до 13337 млн в 1802 (833,56 на душу населения) и 21811 млн в 1816 г. (1147,94 на душу населения). К тому же, континентальная блокада оказалась неэффективной – в 1805 г. перед началом блокады объем британского экспорта составлял 51 млн фунтов, в 1810 году, когда усилия по поддержанию блокады были максимальны – 62,7 млн. Британский экспорт в Северную и Западную Европу действительно сократился с 16,65 млн фунтов в 1805 г. до 3,48 млн. в 1811 г. Но в Южной Европе он возрос с 3,79 до 15,05, в колониях – с 19,23 до 27,26¹⁹⁸.

¹⁹⁷ А в Англии в это время говорили о том, что пузырь французских финансов неизбежно должен лопнуть.

¹⁹⁸ Branda P. *Le prix de la gloire: Napoléon et l'argent* / P. Branda. – Paris: Fayard, 2007. – P. 462, 464, 468.

Вследствие континентальной блокады во Франции в 1810–11 гг. начал усиливаться экономический кризис, связанный с нарушением системы сбыта товаров – все морские торговые пути контролировали англичане. В Париже начались массовые банкротства. Борьба с кризисом Наполеону было гораздо труднее, чем с махинациями французских финансистов¹⁹⁹. Выходом было только усиление директивного руководства экономикой, в котором Наполеон придерживался принципа: «Моя цель не в том, чтобы предупредить банкротство негоциантов, государственных финансов не хватило бы на это, а в том, чтобы помешать закрытию той или иной мануфактуры»²⁰⁰. Однако он переоценил возможности французской промышленности и экономической системы в целом – в решающий период войны Наполеону просто не хватило финансовых ресурсов, что и стало одной из причин поражения Наполеона и восстановления власти королевской династии Бурбонов.

«Чего недоставало Франции? Успехи... плоды мудрости... великие полководцы... гений в науках, глубокомыслие в законоведении... Франция имела все, что обыкновенно почитается нужным, чтоб упрочить порядок... Недоставало кредита, и от сего недостатка все усилия... остались тщетными»²⁰¹. Такова была цена недоверия Наполеона к кредиту и полного подчинения финансовой политики военным целям.

Англия же, кредит которой так хотел подорвать Наполеон, вышла из этой борьбы победителем несмотря на «фиктивный капитал» – отчасти потому, что ее финансовая система была более адаптивной, и за годы войны с Наполеоном еще больше окрепла. «Фиктивный капитал», лежавший в основе английского кредита и так смущавший Наполеона, сыграл не последнюю роль в большей адаптивности британской финансовой системы. Все эти различия в подходах к кредиту и «фиктивному капиталу», которые так наглядно продемонстрировала финансовая политика Наполеона, по своему значению выходят далеко за пределы истории финансовой борьбы Англии и Франции, и

¹⁹⁹ Когда в конце января 1806 г. выяснилось, что известный промышленник и финансист, миллионер Габриэль Уввар (1770–1846) и его компания «Объединенные негоцианты» причинили казне колоссальные убытки. Наполеон приказал Уввару отдать все наворованное ими за последнее время, обещая в ином случае немедленный арест Уввара. Тот вернул 87 миллионов франков золотом.

²⁰⁰ Тарле Е. В. Наполеон. Глава 11 / Е. В. Тарле. – <http://lib.ru/TARLE/napoleon/part11.html>.

²⁰¹ Орлов М. Ф. О государственном кредите / М. Ф. Орлов // У истоков финансового права. – М.: Статут, 1998. – С. 362.

связаны с базовыми, основополагающими основами двух различных подходов к финансовым рынкам.

Католицизму изначально свойственна большая враждебность по отношению к капитализму, чем протестантизму. Во Франции влияние традиции католицизма сформировало общество, ориентированное на государство – в отличие от протестантской Англии, ориентированной на гражданское общество. Система общественных организаций, являющихся связующим звеном между отдельными гражданами и государством во Франции была развита слабо. Но без гражданского общества невозможно возникновение ни полноценной рыночной экономики, ни стабильной демократии. С формированием гражданского общества связана тенденция к демократизации финансовых услуг и рынков ценных бумаг, а также выход на них большого количества мелких индивидуальных инвесторов, создающих своего рода «демократию владельцев акций» – демократию, основанную на личной заинтересованности.

В 1815 г., после поражения Наполеона и окончания периода войн, во Франции была восстановлена централизованная финансовая система, отчасти близкая к существовавшей до начала революции. Эта система, с характерным для нее повышенным значением государственного регулирования, в дальнейшем получила во Франции название «классической» и преобладала на протяжении всего XIX века.

Париж оставался не только основным во Франции центром предпринимательства и деловых контактов, но и важным центром мирового рынка ценных бумаг, ориентировавшимся преимущественно на государственные облигации. Хотя в 1814 г. на Парижской бирже котирувалось лишь 4 вида негосударственных ценных бумаг, их количество быстро росло – до 13 в 1820, 32 в 1825 и 38 в 1830 году²⁰². Конкурентная борьба французского и британского рынков еще не была завершена в пользу Англии, но пути развития рынков ценных бумаг во Франции и в Англии существенно отличались.

²⁰² Ческидов Б. М. Развитие банковских операций с ценными бумагами / Б. М. Ческидов. – М.: Финансы и статистика, 1997. – С. 61.

Индустриальная революция второй половины XVIII в. и создание промышленных предприятий требовали соответствующего финансирования, предоставляемого финансовым сектором – банками и рынком ценных бумаг. В это время явственно проявились различия двух финансовых культур и двух моделей финансовых рынков – английской, в которой отразился принцип триумфа гражданского общества, и континентальной, ставшей логическим продолжением принципа триумфа государства. Еще М. Ф. Орлов в своей работе «О государственном кредите» (закончена в 1832 г.) одним из первых попытался проанализировать различия двух моделей, рассматривая далее Англию как «пример положительный» и Францию как «пример отрицательный»²⁰³.

Формирование двух финансовых культур и моделей финансовых рынков началось еще в XVIII в. и стало следствием исторического развития общества и экономических систем этих стран. В начале XIX в., когда во время активного промышленного развития возникла потребность в аккумуляции значительных финансовых ресурсов, отчетливо проявились различия английской модели, ориентированной на финансирование через рынок ценных бумаг, и французской модели, ориентированной на банковское финансирование.

В это время в Англии сложилась децентрализованная модель финансового рынка, в которой основным источником финансирования стал рынок ценных бумаг. Финансовая система Англии значительно отличалась от французской и раньше, и эти отличия коренились в самом менталитете британцев. Формированию децентрализованной британской модели финансового рынка способствовали идеи свободной торговли²⁰⁴, восходящие к книге Адама Смита «The Wealth of Nations»²⁰⁵, критиковавшего меркантилизм с его идеей активного контроля торговли со стороны государства. В Англии идеи политэкономии, созданной А. Смитом, Д. Рикардо и

²⁰³ Орлов М. Ф. О государственном кредите / М. Ф. Орлов // У истоков финансового права. – М.: Статут, 1998. – С. 332.

²⁰⁴ В 1820 г. группа лондонских предпринимателей обратилась к парламенту с прошением разрешить свободную международную торговлю. Хотя в то время прошение не имело результата, оно отражало новую тенденцию в общественном мнении.

²⁰⁵ Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов / А. Смит. – М.: ЭКСМО, 2007. – 960 с.

Д. С. Миллем, получили гораздо большее распространение, чем в континентальной Европе, где традиции меркантилизма были сильны. Британская модель воплотилась в принципах работы Лондонской биржи и в дальнейшем получила распространение в странах англо-американской правовой системы.

Английские банки в первой половине XIX в. в северных частях страны предпринимали попытки участия в финансировании развития промышленности, но в большинстве случаев это приводило к убыткам. Поэтому в целом британские банки не были заинтересованы в финансировании предприятий, ориентируясь больше на предоставлении краткосрочных кредитов. А когда в Англии началось активное строительство железных дорог, оно также было децентрализованным и финансировалось из локальных источников капитала, независимых от лондонского рынка ценных бумаг.

Акции первых железнодорожных компаний, выпущенные в 1836 г., торговались на провинциальных рынках в Ливерпуле и Манчестере. Банкиры из Сити не проявляли интерес к постройке железных дорог до бума 1840-х годов, также как частные банкирские дома Ротшильда и братьев Беринг. Единственным исключением стал частный банк Glynn, Halifax, Mills & Co, который называли «железнодорожным банком», и он стал вторым по размерам (после банкирского дома Ротшильда) частным банком Англии. В 1840-е годы, когда начался железнодорожный бум, банкиры из Сити заинтересовались железными дорогами (например, лондонский брокерский дом Foster & Braithwaite специализировался на железнодорожных ценных бумагах, вследствие чего его доходы возросли с 4200 фунтов в год в 1839 г. до 50650 фунтов в 1845 г.).

Во Франции в середине XIX века, во время железнодорожного бума тенденция к централизации проявилась в том, что финансировали железнодорожное строительство крупные парижские банки (в частности, банкирский дом Джеймса де Ротшильда, первым инвестировавший 51 млн франков в финансирование французских железных дорог). Банки активно участвовали в создании железнодорожной сети в 1830-е годы и особенно в 1840-е годы (с 1844 по 1845 гг., во время наивысшего пика железнодорожного бума, объем финансирования железных дорог достиг 919 млн франков). В Германии вначале строительство железных дорог также финансировали банкирские дома – частный банкир А. Оппенгейм из Кельна, банкирский дом Ротшильда из Франкфурта, берлинский частный банк Mendelssohn & Co.

Позже, после успеха французского инвестиционного банка *Credit Mobilier*, началась целая волна создания подобных инвестиционных банков в Англии, где они назывались финансовыми компаниями. Это *Credit Financier and Mobilier of England*, *The International Land Company*, *International Financial Society*, *General Credit & Finance Company*, а также *European Bank* с отделениями в Лондоне, Бирмингеме, Дублине, Париже, Марселе, Амстердаме и Роттердаме²⁰⁶.

Банк Англии до 1825 г. сохранял монопольное право на акционерную форму организации, а многочисленные провинциальные банки были организованы по принципу партнершипа²⁰⁷. После 1825 г. провинциальным банкам также было предоставлено право на акционерную форму организации, и в 1830-е годы значительно увеличилось количество провинциальных банков, из которых большая часть была акционерными. Многие акционерные банки, в особенности создаваемые до 1844 г., возникали путем преобразования частных банкирских домов, активы которых обменивались на акции, котирувавшиеся преимущественно на провинциальных биржах (например, в Ливерпуле). Точное количество таких провинциальных акционерных банков определить сложно, но, с учетом различных оценок, в середине 1840 годов их было от 90 до 140²⁰⁸. Кроме того, в Англии участниками рынка были частные банковские дома *N. M. Rothschild & Sons*, *Baring Brothers*, *J. S. Morgan & Co*, занимавшиеся преимущественно международной торговлей, но все же система английских частных банкирских домов была не настолько разветвленной, как во Франции.

К середине XIX в. был создан достаточно эффективный механизм аккумуляции свободных финансовых ресурсов – Англия стала «банкиром всего мира», как говорили современники. В Англии всегда легко было найти кредитный капитал для финансирования любого предприятия – прежде всего за счет Лондонской биржи, а

²⁰⁶ Большинство из них было ликвидировано во время кризиса 1866 г., начавшегося с банкротства *Overend, Gurney & Company*.

²⁰⁷ Партнершип – принятый в США и Англии вид неполного товарищества, не являющегося юридическим лицом и подлежащего регистрации лишь в случае, если не раскрываются имена его участников. Участники несут совместную солидарную ответственность по обязательствам договоров товарищества (Партнершип. – http://dic.academic.ru/dic.nsf/econ_dict/10850).

²⁰⁸ Anderson B. L. *Another Victorian Capital Market: A Study of Banking and Bank Investors on Merseyside* / B. L. Anderson, P. L. Cottrell // *The Economic History Review*, New Series. – 1875. – Vol. 28. – №4. – P. 598–600.

также через развитую банковскую систему, ориентированную на краткосрочные кредиты.

Параллельно с этим во Франции развивалась централизованная континентальная модель, в которой важную роль играло государственное регулирование. Банки принимали более активное участие в финансировании промышленности, но банковская система имела гораздо более линейную структуру – в первой половине XIX в. разветвленной системы провинциальных акционерных банков во Франции и других странах континентальной Европы еще не существовало (она появилась там лишь в 1850–1860-е годы). Длительное время основное значение имели контролируемые государством банки-монополисты (такие как Французский банк, созданный в 1800 г.; Национальный банк Австро-Венгерской империи, созданный в 1816 г., Государственный банк Российской империи, созданный в 1860 г.), фактически тормозившие развитие системы акционерных банков.

Система акционерных банков была недостаточно развита, поэтому чрезмерное значение как источник финансовых ресурсов (а вследствие этого – и повышенное политическое влияние) приобретали частные банкирские дома. Наиболее известными среди высшего слоя частных банкирских домов Парижа – *haute banque parisienne*, – были Ротшильды, в частности, парижский банкирский дом Jacques de Rotschild, основанный Яковом (Жаком или Джеймсом) Ротшильдом, братом Натана Ротшильда. И хотя после создания в 1800 г. акционерного Французского банка, (получившего ряд привилегий) начала возникать система провинциальных банков, акционерная форма организации банков во Франции до 1848 г. не очень широко применялась. Во Франции толчком к созданию более гибкой банковской системы стала организация в 1862 г. братьями Перейра (Pereire) банка *Credit Mobilier* для финансирования создающихся промышленных предприятий.

И хотя возникновение континентальной модели нередко ассоциируется с Германией второй половины XIX века, в действительности она возникла раньше во Франции. А в эпоху завоеваний Наполеона эта модель контролируемого государством централизованного финансового рынка, на формирование которой повлиял Коммерческий кодекс 1807 года, начала быстро распространяться в других странах Европы, находившихся в сфере влияния французского права.

Развитие торговли, прежде всего с Индией, привело к активному созданию в Англии акционерных обществ после «финансовой революции» 1688 г., и вскоре было создано большое количество новых компаний. Но закон о спекулятивных пузырях (Bubble Act) 1720 г., принятый с целью предотвращения спекуляции акциями, требовал для создания акционерных обществ специального разрешения парламента. В результате этого в начале индустриальной революции в английском законодательстве существовал барьер, практически ограничивающий распространение корпоративной формы организации, а новые промышленные предприятия создавались в форме партнершипа. В 1844 г. был издан Акт о компаниях (Companies Act), согласно которому для создания акционерного общества достаточно было объединения двадцати пяти (или более) участников и простой регистрации общества. Но даже и после этого принцип ограниченной ответственности не был общераспространенным, и только в новой редакции Акта о компаниях 1862 г. ограниченная ответственность акционерных обществах признавалась общепринятой нормой.

Во Франции в XVIII в. законодательство, относящееся к созданию акционерных обществ также было достаточно либеральным – требовалась только регистрация общества без каких-либо разрешений. Но с конца XVIII в., по причине участвовавших злоупотреблений и случаев спекулятивных скандалов, правила применения принципа ограниченной ответственности при создании акционерных обществ становились все более строгими. Коммерческий кодекс предполагал три типа организации предприятий: 1) простые общества (*societes en nom collectif*), в котором участники несли индивидуальную и коллективную ответственность за все обязательства предприятия; 2) коммандитные общества (*societes en comandite*), в котором активные участники (или один участник) несли неограниченную ответственность по обязательствам предприятия, а партнеры без права голоса несли ответственность только по тем обязательствам, которые они непосредственно подписывали (это был важный шаг от простого общества к акционерным обществам); 3) анонимные общества (*societes en participation anonyme*), бывшие прототипом британских *joint-stock companies* – акционерным обществам или корпорациям в современном понимании, в которых все участники несли ограниченную ответственность (назва-

ние «анонимные общества» они получили, поскольку имена их участников не упоминались в документах о регистрации). Поскольку анонимные общества считались наиболее рискованными в смысле спекулятивных операций, для их создания требовалось специальное разрешение правительства, которое в первой половине XIX в. во Франции было достаточно тяжело получить. Эти особенности французского акционерного законодательства значительно затормозили развитие во Франции акционерных обществ и рынка акций²⁰⁹.

В Англии акционерное законодательство было иным. После отмены в 1825 г. Bubble Act (изданного в 1720 году) некоторое время не было нормативного документа, регулирующего деятельность акционерных компаний. Но в 1834 г. был принят Акт о торговых компаниях (Trading Companies Act), в 1837 г. Акт об основанных по хартиям компаниях (Chartered Companies Act), а в 1844 г. – Акт об акционерных компаниях (Joint Stock Companies), ставший основой британского корпоративного права и содержащий инновационные для того времени требования о раскрытии информации. Согласно этому акту создание общества с ограниченной ответственностью рассматривалось уже не как особая привилегия, а как законное право предпринимателей и не требовало каких-либо специальных разрешений – необходимо было лишь зарегистрировать общество.

И только в 1867 г., через двадцать три года после принятия в Англии Акта о компаниях, французское правительство пересмотрело свое решение о порядке регистрации обществ с ограниченной ответственностью²¹⁰, но время было упущено. Это стало одной из причин того, что французский рынок ценных бумаг уже не мог конкурировать с английским, а Лондон стал основным мировым финансовым центром, и центром операций с ценными бумагами.

²⁰⁹ Freedeman C. Joint-Stock Enterprise in France, 1807– 1867: From Privileged Company to Modern Corporation / C. Freedeman. – Chapel Hill, NC: University of North Carolina Press, 1979. – P. 5, 18, P. 22.

²¹⁰ Позже подобные решения были приняты по примеру Франции в Испании в 1869 г., Германии в 1870 г., Бельгии в 1873 г, Италии в 1883 г., в Австро-Венгрии в 1906 г, в России полной либерализации так и не было, и только после Февральской революции 1917 года было разрешено учреждать общества по разрешению министерства финансов.

*Роль французских государственных облигаций в развитии
международного рынка ценных бумаг*

В 1816 г. во Франции был создан государственный сберегательный банк (Caisse des Depots et Consignations), аккумулировавший финансовые ресурсы инвесторов и вкладывавший их в государственные ценные бумаги. Кроме того, возникло еще несколько банков и страховых компаний, что заложило институциональную основу для широкомасштабного выпуска государственных ценных бумаг. После этого в 1817 г. было выпущено три долгосрочных облигационных займа общей суммой около 300 млн. франков с целью пополнения бюджета и активизации экономики после поражения Франции во время войн Наполеона.

Поскольку внутренние инвесторы во Франции не обладали достаточным объемом средств для инвестирования в весь объем этих облигаций (rentes)²¹¹, облигации начали все больше приобретаться иностранными инвесторами, прежде всего – британскими, ставшими главными покупателями французских государственных облигаций.

Так французские государственные облигации взяли на себя роль основных международных ценных бумаг начала XIX в., котирувавшихся на рынках Лондона, Амстердама, Антверпена и Вены. Потоки французских облигаций между основными финансовыми центрами заложили основу для развития широкомасштабного и достаточно глубокого международного рынка ценных бумаг. С этими облигациями проводили крупные операции известные в то время финансисты, в частности Ротшильды.

Французские облигации (rentes), выпущенные в 1817 г. при участии Ротшильдов и номинированные во франках, изначально планировались размещать на трех крупнейших в то время рынках – в Париже, Лондоне и Амстердаме. В дальнейшем Ротшильды использовали французские облигации для предоставления займов Пруссии и России, где в то время рынок ценных бумаг был практически не развит. Заем Пруссии (в которой за годы наполеоновских войн государственный долг вырос с 38 млн до 206 млн талеров) был предоставлен в 1817 г. на сумму 5 млн гульденов с доходностью облигаций 8,41% годовых. Более половины облигаций прусского займа были размещены во Франции. Облигации для

²¹¹ Практика выпуска таких облигаций во Франции возникла еще в XVII в.

займа России были выпущены в 1822 г. и размещены Натаном Ротшильдом в Лондоне.

Основным рынком французских облигаций стала Парижская биржа. За сравнительно короткий период, прошедший после поражения Наполеона, в 1820–1830-е годы международный рынок ценных бумаг был полностью восстановлен и достиг гораздо большего объема операций. Этот рынок уже не был связан с какой-либо одной «столицей капитала», как это было в Амстердаме, и на нем сформировалось несколько центров – в Лондоне, Париже, в Нью-Йорке²¹². Между этими центрами происходило движение достаточно большого количества ценных бумаг, связанных в это время преимущественно с государственным долгом Франции и с важной ролью выпущенных в 1817 г. облигаций в формировании международных потоков финансовых ресурсов.

Первоначально основное значение среди центров международного рынка ценных бумаг имел Париж, а французские государственные облигации (гарантированные правительством и имеющие более высокий доход, чем британские) были наиболее популярными долговыми ценными бумагами. В середине 1820-х годов наметилась тенденция повышения интереса французских инвесторов к иностранным ценным бумагам, и они начали активно покупать государственные облигации Испании, Португалии и Австрии, а в 1830 г. на Парижской бирже котируются уже семь наименований иностранных бумаг²¹³. Но, хотя на Парижской бирже в листинге находились достаточно много ценных бумаг акционерных компаний, большая часть операций с ними происходили на неорганизованном рынке.

После окончания в 1815 г. войны значение Парижа как финансового центра не только не уменьшилось, но именно он стал одним из важнейших рынков международных ценных бумаг. Этому способствовала кодификация коммерческого права во Франции, за счет чего была обеспечена институциональная основа и необходимое доверие для широкомасштабных операций с ценными бумагами.

²¹² В США также достаточно быстро развивался рынок ценных бумаг, но в начале XIX в. этот рынок, тогда еще формирующийся, был реципиентом европейских капиталов (преимущественно британских, а также голландских) и пока не оказывал заметного влияния на общие тенденции.

²¹³ Palmade G. P. *French Capitalism in the Nineteenth Century* / G. Palmade, G. Holmes. – London: David & Charles PLC, 1972. – P. 59, 72, 88, 91; Cameron R. E. *France and the Economic Development of Europe. 1800–1914* / R. Cameron. – Princeton: Princeton University Press, 1961. – P. 83.

Хотя и существовала определенная вероятность, что именно Париж в это время мог бы стать центром мирового рынка ценных бумаг, этого не произошло – очевидно, по причине недостаточной регулятивной гибкости французского финансового рынка, основанного на директивном государственном регулировании и на кодифицированном коммерческом праве. История распорядилась так, что занять место Амстердама было суждено не Парижу, а Лондону.

Возрастание мобильности финансового капитала и частные банкирские дома

Миграция капитала из Амстердама в Лондон

На возрастание значения Лондона как мирового финансового центра влияние оказали частные банкирские дома и связанные с ними в эпоху французской революции и наполеоновских войн потоки значительных финансовых ресурсов. Известны многие примеры переселения амстердамских банкиров в Англию, сопровождавшегося масштабным вывозом капиталов из политически нестабильной Европы – используя рынки ценных бумаг и личные связи, они старались спасти ликвидную часть своей собственности от угрозы захвата французской революционной армией. Вероятно, такая массовая миграция капитала из континентальной Европы в Англию не случайно совпала по времени с началом активной индустриализации, а происходившее в 1817 г. частичное возвращение капитала из Англии после установления мира в 1815 г. соответствовало периоду относительного непродолжительного застоя в развитии британской промышленности, после чего в 1819 г. в Англии был введен золотой стандарт.

Все это позволяет предполагать, что, несмотря на объективные предпосылки быстрой индустриализации в Англии в начале XIX в., нельзя недооценивать роль притока крупного частного капитала в возрастании значения Лондона как мирового финансового центра. Так парадоксальным образом французская политическая революция, ставшая причиной эмиграции частных банкиров, способствовала активизации британской промышленной революции. Это было связано с важной тенденцией, начавшей проявляться в то время, и в дальнейшем приобретающей все большее значение – формирование космополитической прослойки финансистов и предпринимателей, энергичных, образованных и богатых, для ко-

торых территориальное место расположение их бизнеса уже не имело значение. Именно этот космополитический класс (зародившийся еще в венецианскую эпоху, и продолживший своей формирование в период экономического подъема, связанного с Амстердамом) в дальнейшем сыграл наибольшую роль в возрастании мобильности финансового капитала.

Наиболее известными примерами перемещения из континентальной Европы в Англию крупных частных капиталов является эмиграция Уолтера Бойда (Walter Boyd) из Парижа в Лондон 23 сентября 1792 г., Генриха Гоппе (Henry Hope) – из Амстердама в октябре 1794 г., семьи Дюпон (Du Pont) из Франции в США в конце 1799 г., а также прибытие в Лондон из Франкфурта молодого Натана Мейера Ротшильда в 1799 г.

Уолтер Бойд основал в Париже весьма успешный банк – Boyd, Ker & Cie, имевший отделения в Лондоне, Брюсселе, Гамбурге и Амстердаме (где банк Бойда был связан с фирмой Генриха Гоппе). После эмиграции У. Бойда в Англию в марте 1793 г. им была основана новая компания – Boyd, Benfield & Co.

Генрих Гоппе (Генри Хоуп, крупный англо-голландский частный банкир, переселился из Амстердама в Лондон в феврале 1793 г. после того как революционное правительство Франции объявило войну Англии и Испании. Летом 1794 г. Г. Гоппе обратился с просьбой к В. Бойду добиться разрешения британского правительства открыть английские порты для голландских кораблей, возвращавшихся с колониальными товарами, чтобы таким образом предотвратить захват судов французской революционной армией, занявшей Нидерланды. После установления мира Г. Гоппе снова открыл в Амстердаме свою фирму, теперь уже как филиал лондонской, и операции этих двух компаний, оказывавших финансовые услуги как в Лондоне, так и в Амстердаме, являются примером того, как тесно переплетались в это время голландские и английские финансы.

А когда возникла необходимость переправлять в Англию большое количество серебряных мексиканских пиастров для уплаты жалования армии Веллингтона (пиастры из качественного металла котируются по цене серебра), связи Хоупа с Александром Берингом помогли ему использовать в 1804–1808 гг. британские военные корабли для транспортировки 52,5 млн. пиастров.

Семья Берингов (основатель династии Иоганн Беринг переселился из немецкого города Бремен в Англию в середине XVII века) считалась в Европе «шестой великой силой» после Англии, Фран-

ции, Пруссии, Австрии и России, а по влиянию их превосходили только лишь Ротшильды. За пределами Западной Европы влияние Берингов распространялась также на Америку, в то время как сфера интересов Ротшильдов затрагивала не только Западную Европу (в частности, весьма сильным влияние Ротшильдов было в Австро-Венгрии) и США, но Восточную Европу, в том числе Россию, Польшу и Османскую империю²¹⁴.

Фрэнсис Беринг, потомок торговца шерстью из Бремена, основал свой банк в США в 1762 г., а в начале XIX века Александр Беринг, британский финансист и политик, сфера интересов которого была связана с международной торговлей, преобразовал этот банк в крупный банкирский дом, финансовое влияние которого значительно усилилось во время железнодорожного бума за счет успешных операций с французскими и российскими государственными облигациями, а также австрийскими и американскими железнодорожными акциями.

Натан Ротшильд

Наиболее знаменитым финансистом того времени был, безусловно, Натан Ротшильд. Прибыв из Франкфурта в Манчестер по поручению отца (предложившего ему организовать торговлю хлопковыми тканями между Англией и Германией) с первоначальным капиталом в 20 000 фунтов, он быстро преуспел в торговых операциях, а выгодный брак с Анной Кохен (Hannah Cohen) дал возможность установить важные связи в кругах англо-еврейских финансистов, в частности с семьями Goldsmids и Salomons, известных своими операциями с акциями и другими ценными бумагами.

В 1811 г. младший брат Натана, Яков (Джеймс или Жак) поселился в Париже, где занимался операциями с золотом, передававшимся Натаном из Англии. Пять братьев Ротшильдов (Натан в Лондоне, Амшель во Франкфурте, Карл в Амстердаме, Яков в Париже и Соломон, выполнявший поручения Натана в разных странах) создали общеевропейскую сеть неформальных личных финансовых связей, позволявшую обеспечить крупные операции с золо-

²¹⁴ Подробнее о Берингах см.: Geisst C. Beggar Thy Neighbor. A History of Usury and Debt / C. Geisst. – Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 2013. – P. 131. Hidy R. The House of Baring in American Trade and Finance: English Merchant Bankers at Work, 1765–1861 / R. Hidy. – Cambridge, MA: Harvard University Press, 1949. – P. 35–37.

том и ценными бумагами. Влияние Ротшильдов было настолько велико, что если они заносили в черный список целую страну и прекращали учет ее векселей, это означало полный крах ее кредитов.

О власти Ротшильда и его капиталов Д. Байрон говорил: «О, золото! Кто возбуждает прессу? Кто властвует на бирже? Кто царит на всех великих сеймах и конгрессах? Кто в Англии политику вершит? Кто создает надежды, интересы? Кто радости и горести дарит? Вы думаете – дух Наполеона? Нет! Ротшильда и Беринга миллионы!»²¹⁵.

Натан Ротшильд, имевший опыт в передаче золота между различными странами Европы с помощью родственных связей, успешно смог обеспечить транспортировку из Англии в континентальную Европу большого количества золотых монет, необходимых для выплаты жалования войскам Веллингтона (что было весьма сложной операцией во время установленной Наполеоном «континентальной блокады»).

В августе 1808 г. британские экспедиционные войска заняли Португалию, годом раньше оккупированную Наполеоном. На протяжении шести последующих лет на территории Португалии шли длительные военные действия. Британская армия нуждалась в финансировании, но отправлять золотые монеты на кораблях из Лондона в Лиссабон было весьма ненадежно – корабли могли быть захвачены по дороге. А португальские предприниматели не соглашались принимать векселя у английского командующего генерала Артура Уэсли (будущего герцога Веллингтона). В такой критический момент, когда жизненно важно было обеспечить финансирование войск, а передать наличные деньги в Португалию было сложно, и появился как нельзя кстати Натан Ротшильд, о котором до 1811 г. среди лондонских финансистов никто даже не слышал. Ротшильд, до того скупавший в Англии ткани и переправлявший их в Германию, был опытным контрабандистом.

Когда Наполеон навязал Англии экономическую блокаду, и какие-либо перевозки морем стали проблематичными, Натан Ротшильд нашел свои пути, чтобы регулярно переправлять из Англии в Германию значительные партии золота. Французские власти знали об этом, но не препятствовали, считая, что отток золота из Англии ослабит противника.

²¹⁵ Байрон Д. Дон Жуан / Д. Байрон. – <http://lib.ru/POEZIQ/BAJRON/donjuan.txt>.

В январе 1814 г. британский министр финансов распорядился тайно нанять Натана Ротшильда, чтобы он использовал свои связи и нашел в Германии, Голландии и Франции золото на 600 тыс. фунтов, переправив его потом Веллингтону. В этот момент успех дела полностью зависел от надежности братьев Ротшильдов и эффективности их тайных связей. Натан не подвёл британское правительство и к маю 1814 г. раздобыл золота на 1 млн 200 тыс фунтов, в два раза больше, чем первоначально было необходимо. Пять братьев Ротшильдов, занимавшиеся своими операциями в разных городах Европы, давно уже спекулировали золотом, используя разницу цен в европейских столицах. Поэтому задание британского правительства было для них не таким уж сложным. Ротшильды получили немалые комиссионные, а слух о Ротшильде быстро распространился в Лондоне. Так Натан стал вхож в финансовые круги британской столицы и приобрел влияние в британских правительственных кругах. Его стали называть «Бонапартом финансов», а современники говорили, что если деньги стали богом, то Ротшильд – пророк этого бога²¹⁶.

В апреле 1814 г. Наполеон отрекся от престола и был отправлен в изгнание на остров Эльба. Но в марте 1815 г. Наполеон вернулся во Францию полный решительности вернуть утраченное. Ротшильды в ожидании новой войны начали скупать золото, приобретя его на 2 млн фунтов, занимаясь также передачей денег британским союзникам в Европе, и общая сумма операций, совершавшихся ими по поручению британского правительства, достигла в 1815 г. 9,8 млн фунтов.

Комиссионные, получаемые Ротшильдами во всех этих операциях, были от 2 до 6% и нетрудно подсчитать их доходы. В случае новой затяжной войны с Наполеоном для Ротшильдов такой бизнес был бы весьма выгодным. Но война закончилась быстро, и Ротшильды, в особенности Натан, оказались в рискованной для себя ситуации – они скупили огромное количество золота, рассчитывая на финансирования длительной войны. Но так как война закончилась гораздо быстрее, чем они предполагали, хранить это золото означало бы иметь огромные и с каждым днем

²¹⁶ По одной из легенд, успехи Натана Ротшильда были связаны с особым «иудейским талисманом», приносящим ему удачу, хотя в действительности он, вероятно, умел искусно манипулировать рынками ценных бумаг и хорошо чувствовал их тенденции. История династии Ротшильдов весьма увлекательна, и о ней написано достаточно много. Подробнее см.: Мортон Ф. Ротшильды. История династии могущественных финансистов / Ф. Мортон. – М.: Центрполиграф, 2004. – 303 с.

все больше растущие убытки. Оставался единственный в такой ситуации выход – вложить всё это золото в британские облигации.

Наполеоновские войны и связанные с ними военные расходы потребовали значительного увеличения объема выпуска британских государственных ценных бумаг. С 1793 по 1815 г. государственный долг Великобритании вырос в три раза и достиг 745 млн фунтов, в два раза превосходя общий объем всей производимой продукции. Вызванная войнами нестабильность в Европе привела к снижению цены консолей. В феврале 1792 г. одна 3% облигация номиналом 100 фунтов продавалась за 96 фунтов, в 1797 г. её цена была менее 50 фунтов, а накануне решающей битвы с Наполеоном при Ватерлоо – около 60 фунтов. Этим моментом воспользовался Натан Ротшильд – интуиция правильно подсказала ему, что французы потерпят поражение, и курс облигаций быстро начнёт расти. В лондонских газетах 20 июня 1815 г. появились сообщения, что Натан Ротшильд начал скупать огромное количество этих бумаг, рассчитывая на то, что после победы при Ватерлоо 18 июня 1815 г. можно ожидать повышение курса. Еще до того, как известие о победе Веллингтона достигло Англии, Ротшильд успел скупить большое количество облигаций по низкой цене, чтобы потом продать их по высокой, заработав на этом, по разным оценкам, от 20 до 135 млн фунтов.

Его расчёт был верным и курс начал расти. В октябре 1815 г. он снова купил большое количество облигаций, а в октябре следующего 1816 г. потратил на облигации 600 тыс. фунтов. Братья уговаривали Натана не рисковать дальше такими большими деньгами и продать с выгодой свои облигации. Но Натан хотел получить больше и решил проявить выдержку в ожидании дальнейшего роста. Он действительно рисковал, так как необходимо было хорошо чувствовать и понимать рынок, чтобы уловить тот момент, после которого рост облигаций мог приостановиться. Интуиция не подвела его, и к ноябрю 1817 г., когда он начал продавать облигации, они выросли на 40%.

По словам об этой рискованной операции одного из Бэрингов, основных конкурентов Натана Ротшильда, у меня бы на такое не хватило духу и недаром говорят, что положение Натана Ротшильда в мире финансов сравнимо лишь с ролью Наполеона в военной истории.

Так несколько крупных и удачных операций помогли Ротшильдам в эпоху наполеоновских войн стать крупнейшим игроком на крупнейшем лондонском рынке облигаций, оттеснив

своего главного конкурента – Бэрингов. Секреты успеха Ротшильдов были в разветвленной сети деловых связей в разных городах Европы и опора на собственные капиталы. Влияние и финансовую стабильность династии Ротшильдов поддерживали разветвлённые родственные связи и создание новых с помощью выгодных браков.

К концу XIX века Ротшильды ассоциировались у всех с опубликованным во многих газетах разных стран изображением гигантского чёрного спрута, опутавшего своими щупальцами весь земной шар. Левые партии также были активными критиками Ротшильдов, заявляя, что после удачного размещения государственных облигаций Австрии, Пруссии и России Натан Ротшильд фактически способствовал союзу этих стран в их борьбе с политическим либерализмом в Европе.

Финансовая аристократия

Ротшильды стали наиболее ярким примером «новой финансовой аристократии» – финансовой элиты, возникшей во время войн Наполеона, когда началась вторая волна перемещения из Голландии крупных частных капиталов в Англию (первая была еще во время Вильгельма Оранского). Эти капиталы были вложены в британскую промышленность и ускорили индустриализацию. За счет этой миграции капиталов в британскую промышленность были произведены масштабные инвестиции иностранного капитала. Эти инвестиции были вызваны политической нестабильностью в континентальной Европе (в частности, в Нидерландах) во время французской революции и установленной Наполеоном континентальной блокадой (серьезно нарушившей британскую торговлю с континентальной Европой), а также серьезной угрозой утраты собственности для финансистов из Амстердама. Такое перемещение капиталов ускорило падение Амстердама, а роль общемирового финансового центра перешла к Лондону.

«Так родилась новая аристократия», – отмечал Генрих Гейне в очерке «Людвиг Борн» (1838), пересказывая свой разговор с одним из Ротшильдов во время случайной встречи на парижской улице – поскольку, по словам Ротшильда, система, основанная на ценных бумагах, освобождает человека; он живет там, где хочет; люди бросают работу и обеспечивают себя процентными выплатами, и если такие люди решают собраться в одном месте,

они становятся настоящей реальной силой²¹⁷.

Ротшильды, став символом новой «финансовой аристократии» подорвали власть старой родовой аристократии, которая ничего не могла противопоставить влиянию финансистов. По словам Гейне, Натана Ротшильда можно было поставить рядом с Ришелье и Робеспьером в ряд «грозных палачей», обрекавших старую аристократию на медленную смерть. Ришелье лишил её во Франции политической власти, Робеспьер без всякой жалости казнил остатки аристократии, а Ротшильд дал Европе новую элиту после того, как «облёк верховной властью» систему государственных облигационных займов. Так он «дал деньгам те привилегии, которые ранее имела только земля». Появилась «новая аристократия», хотя её основание было не настолько надёжно, как собственность на землю – ведь деньги «утекают как вода», а опереться на них временами так же сложно, как на воду или воздух²¹⁸.

Космополитический класс финансистов, сформировавшийся в начале XIX века, вызывал неоднозначное отношение у современников. И если в Англии отношение к ним было в целом толерантное, то во французской культуре, в частности литературе (образ барона Нусингена у Бальзака, – вероятно, пародия на одного из Ротшильдов) был распространён негативный образ «космополитического банкира» и «чужестранца», готового на все ради своей выгоды, которому безразличны интересы Франции.

Однако независимо от отношения общества, эта относительно небольшая группа людей, связанных между собой семейными и личными неформальными связями в единую сеть, практически не контролируемую правительствами, управляла крупномасштабными финансовыми и торговыми международными операциями, создавая основу финансового капитализма, а также общемировых финансовой системы и рынка ценных бумаг, что в полной мере проявилось во второй половине XIX века.

²¹⁷ Heine H. Ludwig Borne – em Denkschnft / H. Heine // Samthche Schriften. Vol 4. – Munich, 1971. – S. 28.

²¹⁸ Heine H. Ludwig Borne – em Denkschnft / H. Heine // Samthche Schriften. Vol 4. – Munich, 1971. – S. 28.

Лондон, став общемировым финансовым и торговым центром, манил к себе предпринимателей из других стран континентальной Европы, желавших присоединиться к новой аристократии, не знавшей национальных границ. В Англию эмигрировало немало не только немецких коммерсантов из Гамбурга и Франкфурта, но греческих (недовольных турецким господством в Греции) и других. Такие торговые диаспоры, покидая свои родные страны, затем способствовали вовлечению этих регионов в общемировые сети торговых и финансовых операций.

Обосновавшаяся в Лондоне «космополитическая буржуазия», в которой смешались англичане, немцы, евреи, итальянцы, греки и представители других народов, контролировала всю международную торговлю, а процессы интеграции мирового финансового рынка, все более усиливавшиеся на протяжении XIX века, формировали единую наднациональную по своей сути идеологию. Такое тяготение предпринимателей к Лондону объяснялось и тем, что британская правовая система более способствовала развитию бизнеса, перспективы роста которого в Британской империи (учитывая ее географические масштабы) были более благоприятными.

В Британской империи (особенно в Викторианскую эпоху) любили называть Индию за её богатство лучшим из драгоценных камней в британской короне. Но если говорить о величине производимого богатства, или современными словами – об интенсивности финансовых потоков, то лондонский Сити, конечно же, был наиболее драгоценным бриллиантом в британской короне. В Великобритании всегда существовала определённая и социальная, и психологическая дистанция между финансистами Сити и остальным обществом, потому, что попасть в круг финансовой элиты Лондона было не так просто.

Дело было даже не в вечной дискуссии о заслуженном и незаслуженном богатстве – дискуссия эта велась ещё со времен античности. К тому же вряд ли можно сказать, даже из самой сильной зависти, что богатство финансистов Сити досталось им легко. Более важным обстоятельством было то, что финансовый бизнес Сити изначально имел международный масштаб по самой своей природе (это началось ещё со времён первых колониальных компаний). Поэтому нередко консервативные британцы усматривали в лондонских банкирах «иностранцев», даже если они таковыми и не были. Впрочем, в Сити всегда немало было и выходцев из других

стран. Капитал, привезенный ими в Лондон, был лучшим пропуском в мир «высших финансов», и тогда уже становилось неважно, кто был хозяином этого капитала – немец, грек, итальянец или еврей.

Часто разговоры на эту тему переходили в плоскость антисемитизма – достаточно было вспомнить имя Натана Ротшильда, и этого уже было достаточно для обвинений банкиров Сити в «космополитизме», отсутствии родины и т. п. Как бы там ни было, отношение в Сити в британской культуре всегда было неоднозначным, в диапазоне между завистью или восхищением и неприязнью. Это неоднозначное отношение к финансовой элите Сити возникло, возможно, давно, но проявилось оно как раз во время славы Натана Ротшильда и сохранялось на протяжении всего XIX века, хотя и претерпевало сложную эволюцию. Каким бы ни было это неоднозначное отношение, и британскому обществу, и правительству приходилось мириться с такой неоднозначностью.

Сложная финансовая инфраструктура Сити была отчасти реальная – офисы банков и финансовых компаний; отчасти виртуальная – невидимая сеть неформальных связей. Именно эта инфраструктура и была финансовым центром мира, а не сам город Лондон, несмотря на его крупнейший в мире порт. Хотя значительная часть ценных бумаг, котирувавшихся на лондонской бирже (в начале XX века – половина), были иностранными, объёмы создаваемого богатства были колоссальными, уже только из-за этого илюбое неоднозначное отношение общества приходилось терпеть.

В XVII-м даже в XVIII веке Сити был просто деловым центром, где были офисы торговых компаний и было много купцов, занимавшихся колониальной торговлей. В этом деловом центре было легко договорить о кредите, о поставках товара и о страховании морских перевозок, но не более того. Были там и банки, и частные банкиры; можно было найти и другие финансовые услуги (страховая компания Ллойда была известна уже тогда), однако именно в начале XIX века в Сити произошло нечто, радикально изменившее его суть – количество ориентированных на международную торговлю предпринимателей (иностраных и британских) перешло в новое качество, а система их деловых связей, часто сугубо личных и невидимых для постороннего, связала деловой центр британской столицы со всеми концами планеты, превратив Сити в виртуальное «финансовое сердце» мира.

Как бы ни относились к этому факту сами британцы, хорошо усвоившиеся христианский поход к ростовщикам и так же хорошо

помнившие убытки, понесённые многими инвесторами во время краха Компании Южного моря, но именно «не имеющий родины» космополитический финансовый капитал, заполнивший Сити после упадка Амстердама, и запустил таинственный, не всегда явный и понятный процесс превращения обычного делового центра британской столицы в «финансовое сердце мира».

Вероятно, ключевым обстоятельством в этом превращении стал выпуск иностранных облигационных займов и их размещение на Лондонской бирже, особенно массовые во время бума 1820-х годов, создавшие потоки капиталов, циркулировавшие между лондонским Сити и такими удалёнными частями мира как Аргентина или Боливия.

Британский рынок ценных бумаг и кризис 1825 г.

Рынок ценных бумаг в 1820-е годы

С началом наполеоновских войн в Великобритании неизбежно стала нарастать инфляция, однако надежды Наполеона на то, что война, «континентальная блокада» и отток британского золота из страны ослабят Англию были слишком оптимистичны. В отличие от наполеоновской Франции, рассчитывавшей только на «твёрдые» деньги – золото, и опасавшейся заёмных капиталов, в Англии отношение к финансам было другое и никто не боялся заёмных капиталов. Поэтому сам по себе отток золота из страны воспринимался без особого драматизма. Но как бы то ни было, с 1802 по 1907 г. цены выросли более чем на 30%, а к 1910 г. – ещё на 15%. В целом же с 1797 по 1814 г. цены выросли на 100%. Такой рост инфляции было связан с увеличением количества бумажных денег в обращении и с общим повышением значения кредитного капитала²¹⁹. В 1809 г. цены на золото начали быстро

²¹⁹ Wilkie A. D. The Risk Premium on Ordinary Share / A. D. Wilkie // British Actuarial Journal. – 1994. – №1, part 2. – P. 254. Кредиты Банка Англии предпринимателям в форме коммерческих дисконтированных векселей теперь не ограничивались размерами золотого запаса, и с 1797 по 1810 г. выросли в четыре раза. Ни до того, ни после Банк Англии не выдавал в таких объемах кредиты – нечто подобное было разве что во время Второй мировой войны. Количество бумажных денег в обращении также за это время значительно выросло, с 10 до 25 млн фунтов и в 1784 г. золотом были обеспечены 70% находящихся в обращении банкнот (в то время считалось, что процент золотого обеспечения может колебаться, но он не должен опускаться ниже 50%). (The Paper Pound of 1797–1821. Contains a Reprint of the Bullion

повышаться, а курс британского фунта на финансовых рынках Амстердама, Парижа и Гамбурга упал на 16–20%. С февраля 1808 г. по август 1809 г. золотые запасы Банка Англии снизились на 50% и о восстановлении конвертируемости банкнот на золото не могло быть и речи. В финансовых кругах началось понятно беспокойство. 29 августа 1809 г. в лондонской газете *Morning Cronicle* появилась первая из трех статей об обесценивании бумажных денег 38-и летнего биржевого маклера Дэвида Рикардо (сына лондонского биржевого джоббера), в последствии знаменитого экономиста²²⁰.

На британском рынке ценных бумаг в начале XIX века проводились операции с иностранными акциями и облигациями, но этот рынок пока не был международным. Однако изменения в Лондоне происходили достаточно быстро. Распространение идей свободной торговли, связанных с именами Адама Смита, Дэвида Рикардо и Джона Стюарта Милля привело к созданию новых акционерных обществ, выпускавших свои ценные бумаги. В начале 1808 г. в одном только Лондоне таких обществ было 42²²¹, среди которых было семь страховых компаний, в том числе наиболее известная *Alliance Insurance Company*.

Окончание войны с Наполеоном и открытие континентальных портов для английских кораблей (а континентальных рынков – для английских товаров) привело к спекулятивному ажиотажу, хотя реальный спрос на английские товары был меньше ожидаемого. Переизбыток этих товаров в континентальной Европе привел к падению цен на них, и в 1816 году этот спекулятивный пузырь лопнул. Однако несмотря на этот сравнительно незначительный торговый кризис, британская финансовая система после окончания наполеоновских войн переживала период подъема.

После окончания в 1815 г. наполеоновских войн и упадка Амстердама в Англию произошел приток значительных капиталов с континента, главным образом из Нидерландов. Именно в Англии к тому времени сформировалась финансовая инфраструктура и возникли необходимые институты, позволявшие выгодно вложить эти

Committee Report / Ed. E. Cannan. – 1919/ (reprint – General Books LLC, 2010). – P. XLIV.

²²⁰ Статьи привлекли внимание и вскоре были изданы отдельной брошюрой под названием «Высокая цена золотых слитков» (Ricardo D. The high price of bullion, a proof of the depreciation of bank notes / D. Ricardo. – L.: Harding & Wright, 1810. – 56 p.).

²²¹ Семь компаний по производству пива, пять винных, а также компании по добыче полезных ископаемых, обработке шерсти и пошиву одежды.

капиталы. Так были созданы все необходимые условия для превращения Лондона в общеевропейский, а затем и мировой финансовый центр. В стране уже существовал рынок ценных бумаг, на котором преобладали британские государственные облигации. Кроме банка Англии в 1762 г. был основан банк Бэрингов, в 1811 – банк Ротшильда, а также ряд других английских банков.

Во время недолгого промышленного спада 1819 г., несмотря на первоначальное сопротивление со стороны банкиров и брокеров Англия перешла от биметаллического стандарта (принятого в то время в большинстве стран Европы)²²² к золотому стандарту. В 1819 г. возобновился обмен британских банкнот на золото (отмененный в 1797 г. на время наполеоновских войн). Тот факт, что «британский фунт столь же надежен, как золото», как говорили в то время, определил его значение в XIX веке в качестве основной международной валюты.

Общий экономический подъём в Великобритании начался вскоре после выхода из депрессии 1819 г., хотя этот подъём был весьма неравномерным в различных отраслях промышленности. В текстильной промышленности некоторое оживление началось с 1820 г., в металлургической с 1922 г. К середине 1822 г. общий промышленный подъём уже был явным, хотя длился он недолго – первые признаки приближения экономического кризиса стали заметны в конце 1824 г., а к осени 1825 г. и экономический, и финансовый кризисы ощущались в полной мере²²³.

Британская экономическая система начала стабилизироваться после периода наполеоновских войн. Эти войны и связанная с ними финансовая активность привели к тому, что финансовый рынок в Англии процветал. Наличие большого объема свободных капиталов и постоянное снижение учетной ставки привело к появлению в банке Англии переизбытка золота. Банк Англии повысил дивиденды по своим акциям с 7% годовых в 1805 до 12% в 1821 г., а также увеличил количество сотрудников; повсюду открывались новые провинциальные банки.

²²² В средневековой Англии был принят серебряный стандарт (фунт стерлингов – дословно «фунт серебра»), в XVIII в. – биметаллический стандарт. Новый золотой фунт соответствовал 113, 0016 г. чистого золота.

²²³ Объем экспорта промышленной продукции вырос с 42,9 млн фунтов в 1815 г. до 48,7 млн в 1824 г., но затем снизился во время кризиса 1825–1826 гг. до 41,0 млн. Кроме самого кризиса на снижение английского экспорта повлияло и то, что основной рынок сбыта для английских товаров в странах Европы значительно сократился как вследствие наполеоновских войн, так и по причине роста собственной промышленности во Франции и Германии).

Во время подъёма 1822–1824 гг. темпы роста объёмов производства и торговли были не очень высокими – с 1820 по 1825 гг. объём промышленного производства вырос на 30%, а объём экспорта с 1815 по 1825 г. – всего лишь на 14%²²⁴. Темпы роста производства сдерживались ограниченными возможностями экспорта, а те, в свою очередь, определялись тем, что после окончания наполеоновских войн возникли трудности в сбыте британских товаров в странах Европы. Время, когда Британия контролировала всю международную торговлю, ушло в прошлое, и лидерство приходилось делить с другими странами, всё больше выходившими на товарные рынки. По мере роста промышленного производства во Франции, США и Германии, его продукция всё больше конкурировала с британскими товарами – если и не качеством, то, по крайней мере, ценой. Кроме того, в ряде стран Европы после окончания войны с Наполеоном были введены таможенные ограничения для защиты внутренних рынков от английских товаров.

Однако два основных обстоятельства, вызвавшие перерастание обычного промышленного подъёма в спекулятивный бум середины 1820-х годов – повышенное количество свободного капитала и рост экспорта капитала в страны Латинской Америки с помощью латиноамериканских ценных бумаг – не были не связаны с оживлением промышленности.

Переизбыток свободных капиталов и в дальнейшем не раз оказывался важным условием возникновения акционерного бума и спекулятивного ажиотажа, практически всегда завершавшегося финансовым кризисом, «сдуванием» спекулятивного пузыря, падением курсов ценных бумаг и убытками инвесторов. Отличались лишь наименования бумаг, названия выпустивших их компаний и те либо иные политические и социально-экономические инновации, порождавшие увлечение инвесторов и биржевых спекулянтов новыми инструментами рынка ценных бумаг.

Избыток свободного капитала перед бумом и кризисом середины 1820 годов был вызван периодом депрессии 1819 г. когда было проблематично выгодно вложить капиталы, полученные как доход от торговли либо из других источников (в том числе – за счет прибыли по облигационным займам). Обычно именно этот свободный капитал, накапливающийся в период депрессии и спада, питал будущий подъем, а в силу естественного стремления к мак-

²²⁴ Baines E. History of the Cotton Manufacture in Great Britain / E. Baines. – London: R. Fisher and P. Jackson, 1835. – 544 p. – P. 350.

симальной прибыльности инвестиций, он же потом начинал раздувать спекулятивный пузырь.

В Великобритании в период наполеоновских войн, с 1793 по 1816 г., правительство аккумулировало (преимущественно за счёт выпуска и размещения облигационных займов) 1573 млн фунтов – огромную сумму по тем временам. С окончанием войны расходы на военные нужды значительно сократились – с 70 млн фунтов в 1814 г. до 12–15 млн фунтов в год в 1817–1825 гг. Выпуск новых облигационных займов сократился, а доходы инвесторов в виде процентных выплат по предыдущим займам продолжали накапливаться, создавая массу свободного капитала. Благодаря накоплению этого капитала кредит стал дешеветь, становясь более доступным. Началась кредитная экспансия, а именно она, как показал опыт последующих кризисов, всегда питала спекулятивный бум на рынке ценных бумаг – ведь большая часть этих бумаг (во всяком случае, в Англии) приобреталась в кредит. Кредитная экспансия расширялась и за счёт роста сети провинциальных британских банков, и за счет восстановления обмена банкнот на золотые монеты в 1821 г., что повышало общее доверие к финансовой системе.

Возникновение интереса к иностранным ценным бумагам

Характерной особенностью начала 1820 годов стало смещение интереса инвесторов на иностранные облигации. Накопление свободных капиталов не только стимулировало акционерное учредительство и спекулятивный ажиотаж, но и создавало условия для расширения экспорта капитала через его вложение в иностранные облигации. С 1815 по 1830 г. в иностранные бумаги было вложено в общей сложности 76 млн фунтов, в 1824–1825 гг. – 37 млн фунтов, в том числе в латиноамериканские бумаги – 21,3 млн фунтов²²⁵.

Однако основной причиной интереса к иностранным ценным бумагам было снижение доходности британских бумаг. Прибыльность британских государственных облигаций снижалась (с 5% в 1816 г. до 3,8% в 1822 г. и 3,3% в 1924 г.), как и доходность французских государственных облигаций (бывшая в среднем 5%). Сни-

²²⁵ Мендельсон Л. А. Теория и история экономических кризисов и циклов. В 3 т. Т. 1. / Л. А. Мендельсон. – М.: Изд-во социально-экон. лит-ры, 1959. – С. 328–329.

жалась прибыльность и других английских ценных бумаг (в частности, акций Банка Англии и Ост-Индской компании).

За время войны государственный долг вырос до 700 млн фунтов. После окончания войны бюджетные расходы значительно сократились и появилась возможность снизить размер долга. Поскольку рост государственного долга стал замедляться²²⁶, а затем долг начал уменьшаться, начал сокращаться выпуск британских государственных облигаций. Эти облигации – знаменитые британские консоли, которые никогда не погашаются, выпускавшиеся с 1750 года (и приносившие инвесторам стабильный доход, выплачивавшийся 4 раза в год) стали символом надежности вложения капиталов. «Идут ли консоли в гору, или падают, но Лондон стал чудовищно богат» – говорил об этих облигациях Д. Голсуорси²²⁷.

Сокращение государственного долга означало, что и доход по облигациям будет снижаться, поэтому в 1822 г. было решено конвертировать 5% консоли в 4%. Инвесторы имели право отказаться от конвертации, и в этом случае облигации выкупались по номиналу. Большинство инвесторов так и поступили, и у них на руках появилось в общей сложности около 3 млн фунтов свободных капиталов, которые они хотели бы снова выгодно вложить. Выбор акций в то время был ещё не очень велик, к тому же эти бумаги считались рискованными. Так инвесторы обратили свое внимание на облигации иностранных займов.

Первый из них был заём Франции на 28 млн фунтов, предназначенный для компенсации Англии военных расходов. Заём был успешно размещен банком Берингов в 1817 году. Вслед за этим банк Ротшильда разместил 5% заём Пруссии на 5 млн фунтов (облигации предлагались по выгодному для инвесторов курсу – 72% номинала). После удачного размещения этих займов британские банки вывели на рынок облигации Австрии, Дании, Испании и Российской империи. Прецедент был создан, иностранные облигации заняли своё место на британском рынке ценных бумаг и, главное, в сознании инвесторов.

²²⁶ Подробнее о динамике государственного долга Англии в эти годы см. Neal L. The Financial Crisis of 1825 and the Restructuring of the British Financial System / L. Neal // Federal Reserve Bank of St. Louis. Review. – 1998. – May–June. – P. 55, 56 (Figure 1). – <http://research.stlouisfed.org/publications/review/98/05/9805ln.pdf>. В 1784 г. долг достиг 215% ВВП, в 1815 – 222%, в 1821 – 268% (Ferguson N. Cash Nexus. Money and Power in the Modern World, 1800–2000 / N. Ferguson. – New York: Basic Books, 2001. – P. 124).

²²⁷ Голсуорси Д. Сága о Форсайтах / Д. Голсуорси. – <http://bookz.ru/authors/golsuorsidjon/saga8.html>.

Появление латиноамериканских ценных бумаг

В начале XIX века после войны Франции и Испании, когда в Испании в 1820–1823 гг. произошла революция, в латиноамериканских странах, ранее испанских колониях, началась война за независимость под руководством Симона Боливара (1783–1830), после чего возникло несколько новых государств – Венесуэла, Гаити и Большая Колумбия (в неё входила территория современных Боливии, Эквадора, Панамы и Колумбии). По примеру этих стран независимость провозгласили Парагвай (1811), Бразилия (1812), Аргентина (1818), Чили и Перу (1821). Новые независимые государства нуждались в финансировании и, по словам обозревателя лондонской *Times*, «все новые государства Америки без исключения занимали деньги в Англии для завоевания независимости и консолидации своего общественного строя. Армии и флоты новых государств снаряжены с помощью британских займов, а испанская и португальская монархии побеждены Биржевым переулком. Мексика, Колумбия, Буэнос-Айрес, Чили и Бразилия – все они должники лондонских купцов или маклеров иностранных бумаг. Каждый покупатель южноамериканских бумаг должен, однако, сознавать, что он покупает на свой страх и риск». Но каковы бы ни были доходы английских финансистов от этих займов, «деньги, взятые в долг сейчас и вывезенные в большей части в виде английских товаров, имеют значение не только для временного поощрения английской промышленности, но и для приучения новых государств к английскому порядку»²²⁸.

По словам К. Маркса, «такое явление, когда... только что открытый рынок до отказа наводняется излишками английских товаров, причем товары выбрасываются на этот рынок без точного учета действительных нужд и покупательной способности потребителя... это – обычное явление в истории мировых рынков. После падения Наполеона, когда европейский континент открылся для торговли, импорт из Англии оказался в таком несоответствии с покупательными возможностями континента, что переход от войны к миру стал более катастрофическим, чем сама континентальная блокада. Признание Каннингом независимости испанских колоний

²²⁸ The Times. – 1825. – 27 August (цит. по: Мендельсон Л. А. Теория и история экономических кризисов и циклов. В 3 т. Т. 1. / Л. А. Мендельсон. – М.: Изд-во социально-экон. лит-ры, 1959. – С. 329).

в Америке также способствовало возникновению торгового кризиса 1825 года. Товары, рассчитанные на московский климат, были тогда направлены в Мексику и Колумбию»²²⁹.

Рост экспорта капиталов и товаров в страны Латинской Америки в сочетании с недостатком информации и реальном состоянии товарных и финансовых рынков этих стран и промышленным подъёмом в Англии стали благоприятной почвой для спекулятивного бума середины 1820-х годов. Но не товарный экспорт всё же был в центре этого бума и кризиса, а латиноамериканские ценные бумаги.

Простейшим способом привлечь британские инвестиции для стран Латинской Америки были внешние облигационные займы. Чтобы самостоятельно выпустить эти облигации, обязательным условием для латиноамериканских стран было бы наличие фондовых бирж, которых там не существовало. Поэтому облигации этих займов, номинированные в фунтах стерлингов, выпускались в Лондоне по заказу государств Латинской Америки. Эмиссия облигаций, номинированных в британских фунтах, позволяла сразу же вывести эти ценные бумаги на Лондонскую биржу.

Всего в 1822–1825 гг. британские коммерческие банки выпустили двадцать внешних облигационных займов на общую сумму 40 млн. фунтов как для европейских стран, так и для государств Центральной и Южной Америки. Некоторые из таких бумаг были весьма экзотичны, хотя и явно фиктивны – например, облигации «императора Китая» или «Великого Ламы», однако это не помешало возникновению лондонского рынка иностранных бумаг после того как эти облигации заменили собой французские *rentes* в качестве основных международных ценных бумаг. Немаловажное значение имела и конкурентная борьба британского финансового рынка и французского, отражавшая противостояние двух этих стран.

Первой разместила на лондонском рынке свои 6% облигации Венесуэла (в марте 1822 г.) на сумму 2 млн фунта (срок – 22 года). Хотя в Англии официально было запрещено размещать займы с доходностью более 5% (они считались ненадежными и спекулятивными), этот запрет легко обошли – официально заём размещался в Париже, а практически – в Лондоне. Курс размещения был объявлен на уровне 84% номинала для тех, кто приобретал облига-

²²⁹ Маркс К. Англо-китайский договор / Маркс К. // Собр. соч. / Маркс К., Энгельс Ф. – Т. 12. – С. 135. – <http://fb2.booksgid.com/content/22/karl-marks-sobranie-sochineniy-tom-12/135.html>.

ции в кредит. Для тех же, кто сразу оплатил их стоимость, цена размещения могла быть ещё ниже. В рекламе займа утверждалось, что заем обеспечивается доходами от золотых и серебряных рудников страны, а также от экспорта табака. Хотя молодое государство не имело никакой кредитной репутации, оно не имело и больших долгов, и всё это привлекало инвесторов, уже начавших привыкать к иностранным облигациям европейских стран. Размещение венесуэльских облигаций прошло быстро, и на вторичном рынке их цена начала быстро повышаться до 92, а потом и до 97% номинала.

Удачное размещение в Лондоне займа Венесуэлы стало примером и для других стран Латинской Америки. В мае 1822 г. был выпущен 6% облигационный заём Чили на 1 млн фунтов на срок 20 лет (цена размещения – 70% номинала). Облигации продавались в кредит (первый взнос был всего 10%, хотя приобрести бумаги можно было лишь на сумму не более 500 фунтов для одного инвестора). Гарантией займа также были доходы страны, официально заложенные в Банке Англии. И этот заём был размещен очень быстро, а цена бумаг вскоре поднялась с 72 до 88%.

По примеру Чили были выпущены 6% облигации Перу (на сумму 1,2 млн фунтов, цена размещения – 75% номинала). Облигации были размещены ещё быстрее, чем займы других стран. Инвесторов особенно привлекали выгодные условия приобретения в кредит, и много облигаций, оплаченных лишь на 10%, появилось на вторичном рынке. По мере быстрого роста их курса можно было перепродавать частично оплаченные бумаги, получая заметную прибыль без особого вложения собственных капиталов.

В периоды переизбытка свободных капиталов, как было в Англии в начале 1820-х годов, когда владельцы капиталов стали проявлять повышенный интерес к поиску новых рынков, необходим лишь небольшой толчок для начала очередного бума. В начале 1820-х годов таким толчком стало проникновение латиноамериканских ценных бумаг на Лондонскую биржу и появление новых рынков в Латинской Америке.

Операции с латиноамериканскими ценными бумагами первоначально не были разрешены на Лондонской бирже, однако поскольку к ним существовал реальный интерес у инвесторов и возникла угроза формирования неорганизованного и не управляемого стихийного рынка, в январе 1823 г. на Лондонской бирже был создан как отдельное подразделение рынок иностранных ценных бумаг (Foreign Funds Market), который сразу привлек большое вни-

мание – на нем было зарегистрировано около 200 активных участников²³⁰. Так Лондонская биржа продемонстрировала свою способность достаточно быстро реагировать на реальные потребности рынка и на интерес его участников к новым ценным бумагам.

В обществе далеко не все разделяли энтузиазм в отношении латиноамериканских ценных бумаг, внезапно наводнивших лондонский рынок. Консервативно настроенные критики этих займов напоминали о том, что Южная Америка всё же слишком далека от Англии, чтобы можно было иметь достоверную информацию о реальном положении дел в странах этого континента. Сведения о природных богатствах, в том числе месторождениях золота и серебра, черпались преимущественно из рекламных проспектов выпусков облигаций, и было понятно, что они могли быть приукрашенными. Критики напоминали, что в Южной Америке недавно закончилась освободительная война, правительства новых государств только что сформированы и ничего не известно об их экономической компетентности. Кроме того, ни одно из этих государств официально не было признано Великобританией, и говорить об их политической стабильности не приходилось.

Однако Англия стремилась укрепить своё влияние в этом регионе мира, и популярные в те годы настроения симпатии к латиноамериканским «борцам за независимость» подогревали интерес британских инвесторов к ценным бумагам этих недавно возникших стран. Латиноамериканские страны обладали обширными природными ресурсами, которые не были использованы из-за деспотического испанского правления, и в английском обществе многие считали, что если в эти страны начнут поступать английские капиталы, то ситуация радикально изменится.

Особый интерес вызывали золотые и серебряные рудники в Мексике и Перу, разработка которых была почти полностью приостановлена в годы войн за независимость, и возобновление которой нуждалось в инвестициях. Слухи о богатстве этих рудников, распространившиеся в Лондоне, были сильно преувеличенными, но подогревали общий ажиотаж, создавая готовность британских инвесторов вкладывать свои капиталы в Латинской Америке и основывать многочисленные акционерные компании для разработки всех этих богатств.

²³⁰ Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006. – P. 67.

С 1815 по 1830 гг. не менее 76 млн фунтов британского капитала было вложено в иностранные ценные бумаги. Только в 1824–1825 гг. Англия предоставила внешних займов (под 5–6%) на 37 млн фунтов²³¹. Значительная часть этих займов была связана со странами Центральной и Южной Америки (Бразилия, Колумбия, Мексика, Перу, Гватемала). Экспорт капитала в эти страны вырос с 1822 по 1825 гг. с 3,2 млн фунтов до 6,4 млн.

Отток капиталов из Англии в Южную Америку преимущественно в форме золота и серебра (особенно сильный в 1824 г.) был настолько велик, что создал дефицит золотых монет, и Банк Англии был вынужден увеличить объем эмиссии бумажных денег. Кроме того, провинциальные английские банки, также имевшие право эмиссии банкнот, наводнили страну бумажными деньгами, и ещё в начале 1825 года в деловых кругах Лондона начали распространяться слухи о приближающемся крахе. Ошибкой Банка Англии было снижение учетной ставки, что сделало еще более доступным кредит. Другие английские банки также снизили ставку, и это усилило общий спекулятивный ажиотаж, царивший в то время.

Латиноамериканские акции

Не менее популярными чем облигации были и латиноамериканские акции – после того, как в эти страны начал поступать британский капитал, в них началась волна активного учредительства и стали создаваться первые железнодорожные компании и компании по добыче золота и серебра. Часто эти компании были небольшими и не проводили реальной деятельности (иногда они были полностью фиктивными), а их единственной целью было получить прибыль от продажи акций.

Особенно активно рекламировалась выгодность инвестиций в акции компаний, добывающих серебро в Латинской Америке – спекулятивные цены на эти акции нередко во много раз превосходили их номинальную стоимость. Все акции при размещении покупались в кредит с уплатой первоначального 10% взноса, и многие из их держателей не планировали оплачивать полностью эти бумаги, а покупали их с целью через некоторое время перепродать с прибылью, пока курсы всех акций росли. Так, акции United

²³¹ Jenks L. H. The Migration of British Capital to 1875 / L. H. Jenks. – New York: Knopf, 1927. – P. 329. – <http://www.questia.com/library/book/the-migration-of-british-capital-to-1875-by-leland-hamilton-jenks.jsp>

Mexico с номиналом 40 фунтов и оплаченные в большинстве случаев не более чем на 25% (10 фунтов из 40) продавались в январе 1825 г., когда рост был максимальным, по 115–155 фунтов; акции Real del Monte, оплаченные с средним по 70 фунтов, продавались по 1350 фунтов.

Механизм спекулятивных операций с акциями был хорошо понятен если не всем, то многим. В дискуссиях в британской палате общин не раз говорилось, что единственная цель большинства акционерных компаний – распространение акций и дальнейшая биржевая игра на их повышение независимо от реального положения дел компании. В парламенте обсуждался следующий типичный пример: создается акционерное общество для добычи тех или иных полезных ископаемых (серебра, меди и т. п.) в Южной Америке, желательно в месте максимально удалённом, о реальном положении дел в котором трудно получить информацию. Впрочем, общество могло быть и не связано с Южной Америкой, а заниматься в пределах Англии любой другой деятельностью – в условиях акционерного ажиотажа характер деятельности уже не имел никакого значения, так как на самом деле никто не собирался этой деятельностью заниматься. При капитале общества 1 млн фунтов, оно выпускает 10 тыс. акций по 100 фунтов и распределяет их среди 50 «своих» людей. Оплачивая лишь по 5 фунтов за акцию номиналом 100 фунтов, «свои люди» выкупают весь пакет акций, затем с помощью рекламы поднимают курс частично оплаченных акций с 5 до 50 фунтов, после чего продают их с 10-кратной выгодой для себя (иногда курс удавалось поднять и больше). Практика эта была общепринятой, но на неё закрывали глаза – в этих операциях обычно принимали участие известные люди из числа членов обеих палат парламента. Говорили, что в них участвуют через посредников даже архиепископ Кентерберийский и члены королевского дома. Не удивительно, что многие общества учреждались одними и теми же лицами²³².

При высокой прибыльности акций и с учетом большого количества свободных капиталов, накопленных в Англии, неудивительно, что «все... классы населения бросились на фондовую биржу спекулировать на повышение... принцы, аристократы, политики, чиновники... философы, поэты, девушки, жены и вдовы устремились на биржу, чтобы поместить часть своего состояния в пред-

²³² The Parliamentary Debates from the Year 1803 to the Present Time [Ed. T. Hansard]. – L.: T. Hansard & Pater Noster Press, 1826. – Vol. XII (28. 02. 1825, 16. 03. 1825). – P. 718, 1049; Vol. XVI (5. 12. 1826). – P. 244, 277.

приятнях, о которых они ничего не знали, кроме имени»²³³. В этот спекулятивный ажиотаж были вовлечены все слои общества, в том числе и те люди, которые ранее никогда не имели никаких дел с ценными бумагами. По словам У. Теккерея, «в лондонском Сити вошло в моду учреждать всякого рода компании, благодаря которым многие нажили себе изрядное состояние», совершая «грандиозные операции... с испанскими, греческими и колумбийскими акциями». Инвесторы отнеслись с доверием к учредителям новых компаний – «им вверено богатство... нашей славной империи... вся страна ждет от них... честности»²³⁴.

Первоначальный подход, характерный для XVIII века и времени начала индустриальной революции, когда считалось, что нужно просто «делать прилично работу, и она даст доход», сменился совершенно иным подходом – «акции и облигации: вот что было важно, а не работа»; поэтому необходимо «начать с возможно большим капиталом, а потом продать как можно больше акций»²³⁵.

Иногда высказывается мнение, что вспышка интереса британских инвесторов к прибыльным иностранным ценным бумагам недавно созданных государств Латинской Америки была необъяснимой, так как британские ценные бумаги были более надежными, а вложение больших капиталов в иностранные ценные бумаги низкого качества отвлекло значительные финансовые ресурсы от их инвестирования в британскую экономику²³⁶. Однако очевидно, что интерес инвесторов легко объяснить естественным стремлением получить повышенную прибыль, пусть даже при большем уровне риска. Риск усиливался недостатком достоверной информации – о реальном состоянии экономики этих стран было мало что известно, но высокие цены на акции и активное учреждение новых компаний создавали иллюзию благополучия и невиданного ранее процветания.

²³³ Туган-Барановский М. И. Периодические промышленные кризисы / М. И. Туган-Барановский. – М.: Наука, Российская политическая энциклопедия, 1997. – С. 93.

²³⁴ Теккерей У. История Сэмюэла Титмарша и знаменитого бриллианта Хоггарти / У. Теккерей. – <http://lib.meta.ua/book/8126/>.

²³⁵ Эти слова Генри Форда были сказаны о другом времени, но они очень хорошо передают настроение спекулятивного бума 1820-х годов в Англии (Форд Г. Цитаты из произведений / Г. Форд. – http://www.foxdesign.ru/aphorism/book/b_zap393.html).

²³⁶ Lewis W. A. Growth and Fluctuations, 1870–1913 / W. A. Lewis – London: Allen & Unwin, 1978. – P. 177.

Так начался спекулятивный бум 1824–1825 гг., достигший своего максимума в начале 1825 г.²³⁷ Ускорило развитие бума и то, что в 1825 г. по инициативе министра торговли Уильяма Хаскиссона (1770–1830) Парламент принял решение об отмене Bubble Act, после чего в акционерном законодательстве возник пробел, пагубность которого продемонстрировал кризис 1825 г.

Акционерное учредительство 1820-х годов в Великобритании

Спекулятивный бум, сосредоточенный на латиноамериканских бумагах, в действительности затрагивал не только их. Вместе с бумом вокруг латиноамериканских бумаг началась волна акционерного учредительства в Великобритании. После успешного размещения ценных бумаг страховой компании Alliance Fire and Insurance Company, учрежденной Натаном Ротшильдом, в Лондоне началось массовое создание новых компаний, часто заявлявших достаточно странные виды детальности, такие как подведение в Лондон морской воды для принятия ванн (Metropolitan Bath Company) и т. п. Очевидно, что целью таких проектов было размещение акций и получение денег. Даже в то время заметную роль в акционерном буме играло железнодорожное учредительство, хотя настоящий железнодорожный бум был ещё впереди, в 1840-е годы.²³⁸

Обычной была практика приглашения в качестве соучредителей членов парламента и представителей аристократии, что добавляло престижность новой компании. Затем эти почетные соучредители становились членами советов директоров. Герцог Веллингтонский и герцог Йоркский были членами совета директоров паровой American Colonial Steam Navigation Company, член парламента и два графа – членами совета директоров компании по добыче жемчуга – Colombian Pearl Fishery Association. В общей сложности в Великобритании в 1824–1825 гг. было учреждено 264 новых компаний. В январе 1825 г., когда учредительский бум стал максимальным, за один месяц было выпущено около 70 наименований ценных бумаг новых компаний.

²³⁷ Подробнее см. Anderson R. Bagehot on the Financial Crises of 1825...and 2008 / R. Anderson. – <http://research.stlouisfed.org/publications/es/09/ES0907.pdf>.

²³⁸ В 1824 и 1825 г. было учреждено 48 железнодорожных компаний с общим капиталом 22 млн фунтов (Times. – 1825. – 30 Sept.).

Всего во время бума за счет капиталов британских инвесторов в различных странах было создано 624 новых акционерных компаний с общим капиталом в 372 млн. фунтов²³⁹ (фактически из этого капитала было собрано значительно меньше – не более 10–15%), в том числе сельскохозяйственные компании в Канаде, Австралии и Индии, а также многочисленные акционерные компании, связанные с добычей полезных ископаемых в Латинской Америке. Общий объем иностранных облигаций стран с формирующимися рынками (Австрии, Греции, Португалии, Дании, а также латиноамериканских стран) достиг в 1825 г. 32 млн. фунтов, из них 25,3 млн. были приобретены инвесторами.

Характерной для того времени была история Джеймса Моррисона (James Morrison, 1789–1857), одного из наиболее известных британских миллионеров XIX века, разбогатевшем на торговых операциях с Южной Америкой. Моррисона многие считали гением коммерции – начав почти с нуля, он стал «королем» текстильной промышленности, создав к концу 1820-х годов бизнес с оборотом около 2 млн фунтов (200 млн фунтов по сегодняшним ценам). Около миллиона фунтов он вложил в постройку первых американских дорог, но ещё более значительные капиталы затратил на организацию торговли между Кантоном в Китае и чилийским портом Вальпараисо. Основные интересы Моррисона как инвестора были связаны с Южной Америкой – перспективность этого быстро развивающегося региона мира он понял сразу. Присутствие британских капиталов в Рио-де-Жанейро, Буэнос-Айресе и Вальпараисо было значительным уже с начала XIX в. Британцев интересовали шерсть и кожа, в то время как Аргентина покупала в Англии готовые текстильные изделия и продукцию металлообрабатывающей промышленности. В то время как в Бразилии основным инвестором были лондонские Ротшильды (Бразилию даже называли тогда «страной Ротшильдов»), в Аргентине, Чили, Венесуэле и Мексике основными британскими инвесторами были не только банк Baring Brothers (признанный лидер и организатор кредитов для правительств латиноамериканских стран), но и банк Morryson, Cryder & Co, основанный Джеймсом Моррисоном²⁴⁰.

²³⁹ Kindleberger C. A Financial History of Western Europe / C. Kindleberger. – London: Routledge, 1984. – P. 199; Киндлбергер Ч. Мировые финансовые кризисы. Мании, паники и крахи / Ч. Киндлбергер, Р. Алибер. – СПб: Питер, 2010. – С. 229.

²⁴⁰ Дело Дж. Моррисона продолжил его старший сын Чарльз Моррисон (1817–1909), ставший одним из крупнейших финансистов второй половины XIX в. (его инвестиционный портфель достигал 12 млн фунтов). В 1863 г., через шесть лет после смер-

Афера генерала Макгрегора

Во время латиноамериканского бума особую известность приобрела история генерала Грегори Макгрегора, сумевшего выпустить и распространить облигационный заём несуществующего государства Пойяис (Pouais). Макгрегор впервые появился в Лондоне в конце 1822 г., объявив себя правителем маленького, но якобы очень богатого государства на границе с Никарагуа. Целью его приезда было привлечение внимания к своему королевству, обеспечение приток эмигрантов и, в конечном счете, продажа земель и получение денег.

Как выяснилось уже потом, сэр Грегори Макгрегор был шотландским авантюристом и ветераном наполеоновских войн. Не имея возможности расплатиться с многочисленными долгами, он бежал в Венесуэлу, где примкнул к армии Симона Боливара и стал участником освободительной войны в Южной Америке. Макгрегор рассказывал в Англии, что он дослужился до звания генерала, и королевство Пойяис было пожаловано ему лично Боливаром. В Англии многие считали, что на самом деле в Америке он не воевал, всю эту историю выдумал, и выдавал себя в Европе за латиноамериканского героя и генерала Боливара так же, как в Южной Америке – за героя наполеоновских войн и рыцаря некоего «португальского ордена креста».

Частично рассказы Макгрегора были правдивы. Он действительно воевал в армии Боливара, был женат на его двоюродной сестре Жозефе и, как родственник Боливара, был в Южной Америке уважаемым человеком и считался одним из героев освободитель-

ти Джеймса Моррисона, Чарльз вместе с деловым партнером и другом покойного отца, Джоном Диллоном, решили реорганизовать компанию отца Morrison, Dillon & Co и учредить новую фирму Fore Street Warehouse Company. 10 тыс. акций номиналом 1 фунт и 30 тыс. по 20 фунтов были быстро распространены, и Чарльз получил в свое распоряжение немалый стартовый капитал 600 тыс. фунтов. Стремясь расширить свое влияние в Аргентине, во второй половине 1870-х годов Чарльз Моррисон начал скупать акции банка Mercantile Bank of River Plate (основанного в 1872 г.), выбрав для этого подходящий момент, когда курс акций сильно понизился. К 1880 г. он стал вторым по величине портфеля акционером банка, а в 1881 г. основал новую компанию, River Plate Trust, Loan & Agency Co, использовавшую финансирования со стороны Mercantile Bank of River Plate. К 1895 г. Чарльз владел акциями более 20 аргентинских компаний на общую сумму на 0,5 млн фунтов (Dakers C. A Genius for Money. Business, Art and the Morrisons / C. Dakers. – New Haven: Yale University Press, 2011. – P. 212, 214–215).

ной войны. Трудно сказать, что заставило его вовлечься в аферу с облигациями Пойяиса – он мог бы безбедно жить в Южной Америке, где перед ними были открыты все двери. Возможно, таков был его склад характера.

Земли Пойяиса действительно были подарены Макгрегору вождю племени, жившему в этой местности. Это побережье не было никем колонизировано, и этот подарок был вполне правомочен (в Англии Макгрегор даже оформил дарственный акт). В 1720 г. там было основано небольшое британское поселение Сент-Джозеф, но во времена Макгрегора от него почти ничего не осталось.

Оказавшись у Лондоне, Мак-Грегор узнал, что там популярны облигационные займы латиноамериканских стран и решил выпустить облигации своего маленького королевства. Чтобы привлечь инвесторов и колонистов, он не жалел денег, издав в Лондоне подробный путеводитель по своей стране, расхваливая её как одно из самых красивых мест на земле. Как утверждалось в путеводителе, почвы страны плодородны, а климат благоприятный для европейцев. В то время в Англии был востребован хлопок, необходимый для текстильной промышленности, и в путеводителе утверждалось, что на землях королевства Макгрегора растёт дикий хлопок. Якобы без труда можно было создавать хлопковые плантации, вложив всего 150 фунтов, которые за год принесут прибыль в 100 фунтов. В книге утверждалось, что в столице страны, городе Сент-Джозеф, построены роскошные и величественные королевский дворец, оперный театр, кафедральный собор, здание парламента и банк²⁴¹. Как потом оказалось, на самом деле там были заболоченные джунгли, ни для чего не пригодные, но в 1822 году этого ещё никто не знал, и на общей волне увлечения Латинской Америкой поверить в историю Макгрегора было несложно.

Все это делалось для того, чтобы продать права на земельные участки и, главное, выпустить и распространить облигационный заём Пойяиса, собрав деньги. Подобно другим латиноамериканским займам, 6% заём этого вымышленного государства на сумму 200 тыс. фунтов был выпущен на 30 лет с целью стимулировать колонизацию страны и постройку новых городов. Облигации продавались в кредит с первым взносом 15%, остальная часть суммы выплачивалась равными частями через три и четыре месяца. Размещение бумаг началось 23 октября 1822 г., после успешных раз-

²⁴¹ Sinclair D. Sir Gregor Macgreror and the Land that Never Was: The Extraordinary Story of the Most Audacious Fraud in History / D. Sinclair. – Cambridge, MA: Da Capo Press, 2004. – P. 6, 16, 19–20, 66–69.

мещений облигаций Колумбии, Чили и Перу. Инвесторы психологически были готовы покупать облигации далёких и неведомых стран, и для них Пойяис ничем не отличался от других новых государств. Мысли о том, что этой страны вообще не существует, тогда даже в голову никому не могли прийти.

Момент для размещения займа был выбран удачно – интерес к латиноамериканским бумагам был максимальным. Вскоре, в ноябре этого же года, правительство Колумбии заявило, что её облигационный заём не был законным и что представитель Колумбии в Англии Антонио Зеа предпринял это заем на свой страх и риск, превысив полномочия. Подобные сомнения вскоре возникли и в отношении займа Перу. К тому же, Франция объявила войну Испании, и возникла угроза новой колонизации Латинской Америки, на этот раз французами. В ноябре стали снижаться курсы латиноамериканских бумаг – колумбийские облигации продавали уже не по 97, а по 69% номинала. Облигации Пойяиса также опустились до 67%.

Тем временем продажа земель в этом несуществующем королевстве, шла неплохо, и было заключено 500 сделок. В начале 1823 года 200 колонистов, купившие земли в Пойяисе, отправились туда на двух кораблях, и наконец открылась правда, что такого государства вообще нет, а земли в указанном месте заболочены, населены враждебными племенами и не пригодны для жизни. К тому времени, когда это выяснилось, Макгрегор уже бежал из Англии во Францию. За облигации он смог собрать только 15% от суммы займа, размещённого не полностью, и в целом с учетом всех своих затрат на рекламирование богатства Пойяиса он не так уж много заработал.

Дальнейшая судьба Макгрегора была вполне благополучна. Скрывшись из Англии, он вернулся в Венесуэлу, где был с почётом принят президентом страны. Его генеральское звание было подтверждено и он получал немалую генеральскую пенсию. Умер Макгрегор в 1845 г. в Каракасе, где и был похоронен с почестями как герой и соратник Боливара.

Разгар бума вокруг латиноамериканских бумаг

Снижение курсов латиноамериканских бумаг было недолгим. В следующем 1823 году на Лондонской бирже размещаются займы Австрии и Португалии, в 1824 г. новые латиноамериканские займы

– Бразилии (на 1,2 млн фунтов), Мексики (3,2 млн фунтов), Колумбии (4,3 млн фунтов), городское заём Буэнос-Айреса на 1 млн фунтов. Кроме латиноамериканских бумаг на рынке появляются облигации Греции и Неаполитанского королевства. В 1825 г. размещение иностранных облигаций продолжается – выпущены новые займы Бразилии (2 млн фунтов), Мексики (3,2 млн фунтов), а также Перу и Центрально-Латиноамериканской конфедерации, Дании и Греции.

Всего в 1822–1825 г было выпущено латиноамериканских облигаций на 20 млн фунтов, а всех иностранных займов стран с формирующимися финансовыми рынками (включая займы Австрии, Дании, Греции, Португалии) – на 32 млн фунтов, из которых инвесторами было реально приобретено бумаг на 25,3 млн фунтов. Впрочем, не все выпуски облигаций были размещены полностью, и они остались в портфелях размещавших их банков. Кроме того, часто повторные выпуски облигаций одной и той же страны принимались для рефинансирования предыдущих займов²⁴².

Часто выпуски латиноамериканских бумаг оплачивались не деньгами, а другими ценными бумагами. При размещении самого первого колумбийского займа в оплату принимались более ранние облигации, выпущенные на 550 тыс. фунтов в ноябре 1819 г. Симоном Боливаром. Этими облигациями он расплачивался за поставки ему оружия. Облигации этого займа обменивались на облигации колумбийского займа на сумму 890 тыс. фунтов, т. е. по курсу 162% номинала²⁴³. Боливар сознательно предусмотрел такую высокую прибыль для инвесторов, так как хотел отблагодарить их за то, что они оказали ему доверия во время войны. Лишь около половины колумбийского займа размещалось за деньги. Подобным образом происходила оплата облигаций Перу и Чили.

Инвесторы и размещавшие займы банки неплохо ориентировались в разном качестве облигаций. Банк Ротшильда, считавший-

²⁴² Иногда отдельные выпуски иностранных бумаг размещались в Лондоне по сниженной цене – вторая эмиссия займа Перу размещалась по 78%, а не распроданная часть облигаций предлагалась по цене 30% номинала. Не полное размещение займов было тогда обычным делом, и бумаги оставались у банков-андеррайтеров, отягощая их портфели дополнительными неликвидными облигациями. Плохо продавались облигации займа Объединенных провинций Центральной Америки и городской заем Буэнос-Айреса 1824 г. (Fodor G. The Boom that Never Was? Latin American Loans in London 1822–1825 / G. Fodor // University of Trento, Italia. Department of Economics Working Papers. № 205. – econpapers.repec.org/paper/trnutwpde/0205.htm).

²⁴³ Dawson F. G. The First Latin American Debt Crisis: The City of London and the 1822–25 Loan Bubble. – New Haven: Yale University Press, 1990. – P. 26–28.

ся тогда наиболее престижным, разместил девять займов,, по которым не было ни одного дефолта. С 1815 по 1859 г. лондонское отделение банка Ротшильдов выпустило 14 наименований суверенных облигаций на общую сумму 43 млн фунтов, оставив позади все остальные банки Лондона. Среди этих бумаг были французские, прусские, русские, австрийские, неаполитанские, бразильские и бельгийские государственные облигации, выпуском и размещением которых на лондонском рынке занимались Ротшильды. При этих выпусках Ротшильды обычно сразу выкупали по выгодной для себя цене эти бумаги у выпустившего их правительства, после чего с немалой прибылью для себя распространяли их по всей Европе через сеть своих брокеров. Правительство страны, выпустившей облигации, получало оплату за них после того, как они были полностью размещены – Ротшильды ничем не рисковали.

Хотя не Ротшильды изобрели такую практику – она применялась на рынке ценных бумаг Амстердама, – но именно при Ротшильдах она приняла особый размах. В это время лондонский рынок облигаций отличался от амстердамского гораздо более жесткими требованиями к заемщикам, особенно крупным. Номинал облигаций должен был быть указан в британских фунтах независимо от того, какая страна организовала их выпуск. Проценты по облигациям выплачивались либо в Лондоне, либо в том городе, где было представительство банка Ротшильдов, также независимо от того, какая именно страна организовала заём. Иными словами, если заём организовала страна Южной Америки, то не факт, что в самой этой стране можно было получить доход по облигациям, если в ней не было представительства банка Ротшильдов. Всё это вело к тому, что государственные облигации приобретали в основном инвесторы из крупных финансовых центров, и эти бумаги стали действительно международными. В этом была одна из важных финансовых инноваций Ротшильдов – владелец государственных облигаций мог получить по ним доход в разных городах, где были отделения банка Ротшильдов, выбирая наиболее удобный для себя²⁴⁴. Инвесторы, приобретая

²⁴⁴ Так, в 1818 г. 5% облигации Пруссии, выкупленные Ротшильдами, были размещены на биржах Лондона, Франкфурта, Берлина, Гамбурга и Амстердама на условиях, наиболее выгодных для самих Ротшильдов. Когда канцлер прусского казначейства Кристиан Ротер попытался внести изменения в условия договора в интересах прусского правительства, Натан Ротшильд (потомок Мейера Ротшильда из еврейского гетто Франкфурта) в резкой форме ответил в письме Ротеру, что Пруссия должна радоваться, что Ротшильды согласились заниматься её облигациями и этим оказали ей финансовую помощь; а мнение должностных лиц из прусского прави-

размещенные банком Ротшильда облигации, полагались на репутацию банка и надеялись на то, что банк не станет размещать ненадежные бумаги, а в случае непредвиденных обстоятельств банк будет поддерживать на рынке размещенные им бумаги. Действительно, иногда Ротшильд так и делал.

Второй по престижности банк Бэрингов в 1820-е годы старался не вовлекаться в размещение иностранных бумаг – банк понес убытки на манипуляциях с облигациями французского займа 1818 г. и с тех пор занимал консервативную выжидательную позицию. Менее надежные бумаги размещали второстепенные банки, и сам этот факт уже мог быть сигналом для инвесторов²⁴⁵.

Опасения в отношении стабильности облигационных займов, пользовавшихся ажиотажным спросом во время бума 1820-х годов, были не напрасными. В апреле 1826 г. дефолт по выплате прибыли объявило Перу, в мае этого же года – Колумбия, в сентябре – Чили. В 1827 г. прекратили выплачивать прибыль Греция и Мексика, в 1828 г. дефолт был объявлен по займам Португалии, Гватемалы и по городским займам Буэнос-Айреса. Сохранилось обслуживание займов только у Бразилии и Неаполитанского королевства.

Несмотря на очередной приступ паники у инвесторов, британское правительство отказалось от попыток оказывать какое-либо давление на эти страны (хотя в дальнейшем оно в таких случаях не раз это делало), а премьер-министр лорд Каннинг заявил, что это проблема увлекшихся спекуляцией инвесторов, и она не имеет отношения к правительству Великобритании.

В странах Латинской Америки, в начале XIX в. начавших

тельства меньше всего интересуется Натан Ротшильд. Размещение облигаций было, конечно, не единственным бизнесом Ротшильдов – они занимались операциями с золотом и валютой, предоставляли банковские услуги, инвестировали капиталы в страховые компании, железные дороги и горнодобывающие компании. Но размещение облигационных займов имело для них если и не приоритетную, то весьма большую важность. Ротшильды работали с облигациями только наиболее надежных заемщиков, и к 1829 г. у них ни разу не возникали проблемы с этими бумагами, хотя после общего финансового кризиса 1825 г. в странах Латинской Америки (а преимущественно именно они были эмитентами облигационных займов) начался долговой кризис. Прибыльность облигационного бизнеса подтверждает рост богатства Ротшильдов. За три десятилетия, с 1818 по 1852 г. общий капитал пяти домов Ротшильдов в Лондоне, Париже, Франкфурте, Вене и Неаполе вырос с 1,8 до 9,5 млн фунтов, в 1825 г. в девять раз превышая капиталы как братьев Бэринг, основных конкурентов Ротшильдов, так и капиталы Банка Франции. А к 1899 г. совокупный капитал Ротшильдов достиг 41 млн фунтов.

²⁴⁵ Flandreau M. Bonds and Brands: Foundations of Sovereign Debt Markets, 1820–1830 / M. Flandreau, J. Flores // *Journal of Economic History*. – 2009. – Vol. 69. – №3. – P. 646–684.

размещать свои облигационные займы через Лондонскую биржу, отказ от уплаты по своим обязательствам был широко распространён. В 1826–1829 годах Перу, Колумбия, Гватемала, Чили, Аргентина и Мексика приостановили все выплаты по облигациям, за несколько лет до того размещённых на лондонском рынке. Такое необязательное отношение к обслуживанию займов было связано прежде всего с тем, что прослойка инвесторов в этих странах была намного меньшей, чем в Европе, и количество людей, готовых требовать своевременной выплаты процентов по облигациям, в принципе было небольшим. К тому же и законодательство не способствовало правовой защищенности инвесторов. В дальнейшем в Британской империи было приложено немало усилий, чтобы искоренить практику отказа от выплат по государственным долгам. Это означало не только экономические санкции со стороны Ротшильдов (в большинстве случаев именно они размещали займы) либо иных крупных финансистов, но и прямое военное вмешательство. Когда в 1882 г. египетские власти заявили, что не будут выплачивать проценты по своим облигациям, в страну были введены британские войска. В 1902 г., когда среди ненадёжных заёмщиков оказалась Венесуэла, после чего её порты были блокированы совместной экспедицией британских, итальянских и немецких военных кораблей.

Временами дефолты по латиноамериканским займам были связаны даже и не с эмитентами, а с банками-андеррайтерами либо с прекращением инвесторами платежей за проданные в кредит облигации (так было с первой частью перуанского займа в 1822 г.). По условиям большинства эмиссий банк-андеррайтер кроме обычной комиссии удерживал у себя часть оплаты за облигации, необходимые для обслуживания займа в первые два года, что придавало бумагам дополнительную надёжность и делало их более привлекательными для инвесторов. В случае прекращения инвестором платежей за облигации банкам-андеррайтерам приходилось удерживать из собранных при размещении денег полную сумму на обслуживание долга в течение двух лет. Кроме того, некоторые из британских банков-андеррайтеров обанкротились, что было связано с их внутренними причинами, а не с дефолтами по размещённым займам (объявленными позже). Это создало значительные трудности для эмитентов²⁴⁶.

²⁴⁶ Так, после банкротства в 1826 г. одного из андеррайтеров, банка В. А. Goldshmidt, Колумбия понесла убытки в 350 тыс. фунтов, Мексика – 400 тыс. фунтов (Fodor G. The Boom that Never Was? Latin American Loans in London 1822–1825 /

Одной из известных фигур, связанной с бумом 1820-х годов, был Бенджамин Дизраэли, потомок старинного еврейского рода, переселившегося в Англию в середине XVIII века. Дизраэли, сыну литературного критика, хотелось сделать политическую карьеру, а поскольку к аристократии он не принадлежал, то решил разбогатеть на спекуляции акциями латиноамериканских компаний.

Взяв у приятеля в долг деньги, Дизраэли выгодно вложил их в акции Anglo-Mexican Company, курс которых вырос с 38 фунтов в декабре 1824 до 158 фунтов в январе 1825. Дизраэли писал оптимистические аналитические статьи о перспективах роста цен на акции компаний, добывающих серебро и другие металлы в Мексике. По слухам, он даже нанимал агентов из сотрудников компаний, чтобы получить инсайдерскую информацию. В статьях Дизраэли утверждал, что акции будут расти и дальше. Скорее всего это не были заказные статьи и он действительно верил в то, что бум на рынке латиноамериканских акций и облигаций будет продолжаться. Поэтому он и сам вложит в эти бумаги не только всё, что и имел, но и залез в долги. После кризиса ему многие годы приходилось расплачиваться со своими кредиторами.

В дальнейшем славу Дизраэли принесла литературная деятельность. После того, как роман «Vivian Grey» (1828), где описывается история стремящегося к богатству и успеху молодого человека, имел успех, Дизраэли стал вхож в светские салоны, а личная обаятельность и умение нравиться людям помогали ему находить важные для политической карьеры знакомства и связи. Впоследствии Бенджамин Дизраэли два раза был премьер-министром Англии, но после того, как в 1859 г. он поддержал не принятый проект нового закона о выборах (отражавшего интересы земельной аристократии), Дизраэли пришлось уйти в отставку и примкнуть к оппозиции.

Ещё в начале 1825 г. высокие цены на товары и ценные бумаги, продолжающийся учредительский бум и рост экспорта товаров (в том числе в Южную Америку) создавали иллюзию небывалого процветания и всеобщего благополучия. Казалось, что будущее британской экономики и финансов безмятежно, хотя в действительности достаточно было малейшего толчка, чтобы всё это благополучие, созданное в значительной мере на заёмные средства, быстро рухнуло.

Во время бума середины 1820-х годов британские инвесторы наводнили своими капиталами экономику латиноамериканских государств, недавно получивших независимость. В первый же год после обретения независимости страны этого региона получили около 150 млн фунтов стерлингов инвестиций, вложенных прежде всего в добычу золота и серебра. Эти инвестиции обеспечили благополучие как новых государств, так и лондонских спекулянтов, получавших немалую прибыль от роста цен на акции и облигации латиноамериканских горнодобывающих компаний. Когда выяснилось, что многие из этих предприятий были мошенническими, инвесторы стали избавляться от латиноамериканских акций и выводить свои деньги из Перу, Колумбии и Чили. Страны этого региона утратили способность обслуживать свои долговые обязательства, и в 1825 году Перу объявила дефолт, вызвав в лондонском Сити «массовую панику». Вскоре судьбу Перу разделили и соседние страны».

Первые признаки дестабилизации начались еще в апреле 1825 года, когда курсы ценных бумаг стали колебаться. К середине 1825 г. переполнение внешних рынков английскими товарами и их перепроизводство привели к сокращению экспорта. Так как товарные рынки были переполнены, движение денежных потоков замедлилось, а потребность в оборотном капитале нарастала из-за начала повышения цен на сырье. На финансовом рынке возникла напряженность. Спекулятивный бум предъявлял высокие требования к финансовому рынку – бум нуждался в притоке наличных денег, чтобы питать себя.

Во время бума Банк Англии получил право печатать дополнительное количество банкнот, не обеспеченных золотом. За счёт эмиссии банкнот банки предоставляли не обеспеченные кредиты для спекулятивных операций с ценными бумагами. В августе после того, когда Банк Англии ограничил выдачу кредитов под залог

ценных бумаг, напряженность на финансовом рынке (обычная в преддверии кризиса) начала усиливаться. По мере снижения курсов бумаг полностью приостановилось кредитование и в других банках, в у вкладчиков зародились сомнения в отношении их надежности.

Несколько раз в августе и сентябре на бирже вспыхивала паника. А в сентябре курсы акций стали быстро снижаться. Наиболее критическим состояние рынка ценных бумаг было в ноябре–декабре 1825 г., когда общие убытки от падения курсов оценивались в 14 млн фунтов²⁴⁷. Промышленный кризис был ещё впереди (наиболее острым он стал в 1826 г.), а пока положение финансового рынка ухудшалось теми, что спекулятивный рост импорта в 1825 г. при сокращении экспорта и усилении вывоза капитала вызвал массовый отлив золота за границу.

Нуждавшиеся в новых кредитах предприниматели стали обращаться к частным банкирам, но те в конце 1824 г. и начале 1825 г. уже истратили все свободные капиталы на учёт векселей с длительными сроками погашения и на выдачу кредитов под залог ценных бумаг, которые невозможно было быстро реализовать. Когда выяснилось, что частные банкиры не могут удовлетворить потребность предпринимателей в кредите, это ещё более усилило напряженность на финансовом рынке. Несколько крупных провинциальных банков приостановило платежи (5 декабря прекратила платежи банкирская контора Peter Pole & Co, 6 декабря о банкротстве объявила банкирская контора Williams & Co, затем обанкротились конторы Everett, Walker & Co, Sikes, Snaith & Co и др).

Волна банкротства банков затонула не только провинциальные банкирские конторы, но и достаточно крупные лондонские банки, таких как банк Генри Торнтона (Pole, Thornton & Co). Основанный Генри Торнтоном (Henry Thornton, 1760–1815), известным британским банкиром и экономистом, после его смерти в 1815 году банк перешел в наследство Генри Торнтону-младшему, молодому преуспевающему банкиру – к началу кризиса ему было 25 лет, а банк давал 40 000 фунтов годового дохода (по тем временам это был очень большой доход, примерно соответствовавший 400 млн в сегодняшних ценах). И хотя Банк Англии предоставил Торнтону-младшему кредит в размере 400 тыс. фунтов, это лишь отсрочило банкротство. «В коммерческом мире сейчас сильная напря-

²⁴⁷ The Parliamentary Debates from the Year 1803 to the Present Time [Ed. T. Hansard]. – L.: T. Hansard, 1826. – Vol. XIV (21. 02. 1826). – P. 644.

женность, вызванная банкротствами многих дутых акционерных компаний» – писала в частном письме Марианна Торнтон, сестра Г. Торнтона-младшего²⁴⁸. Всего же в это время в Англии обанкротилось 73 из 770 банков, в том числе из крупных – Wentworth, Chaloner & Rishworth, сопоставимый по масштабам и значению с Pole, Thornton & Co.

После первых признаков банковского кризиса с начала декабря 1825 г. началась паника и массовое снятие вкладов, что, в свою очередь, вызвало дальнейшую цепную реакцию банкротств банков²⁴⁹. «Ломабард-Стрит была запружена людьми, спешившими забрать свои деньги, с волнением ожидавших сообщений о новых банкротствах»²⁵⁰. Вся кредитная система оказалась полностью нарушенной.

После начала массовых банкротств банков, запасы золота Банка Англии сократился с 13,9 млн фунтов в марте 1824 г. до 10,7 млн фунтов в декабре этого года и до 1,2 млн фунтов к концу 1825 г. Обмен банкнот на золото оказался под угрозой. Дестабилизация банковской системы была связана с тем, что уже с начала года проявилась тенденция к общему снижению курсов государственных бумаг. Стали снижаться и невероятно высокие курсы акций всевозможных обществ, а крупные суммы, вложенные в латиноамериканские займы, уже не приносили ожидавшегося дохода. Полученный в кредит капитал был вложен во различные отрасли (особенно в торговлю) в значительно больших размерах, чем была реальная потребность. Так как спрос на финансовые ресурсы всё больше повышался, Банк Англии сократил выпуск банкнот и учёт векселей.

В декабре 1825 г. кризис достиг своего пика – курс акций Real del Monte, одной из наиболее популярных в те годы добывающей серебро мексиканской компании, снизился с 1550 до 200 фунтов (акции размещались по цене 400 фунтов). В среднем курсы всех ак-

²⁴⁸ The Panic of 1825 // The Week. – 2008. – April 14. – <http://theweek.com/article/index/95385/the-panic-of-1825>

²⁴⁹ Повсюду принимали оплату только золотыми монетами, а их не хватало в обращении, и даже в банке Англии золотые резервы снизились до 1 млн фунтов. Так кризис на рынке ценных бумаг грозил стать общеэкономическим кризисом. Банку Англии (акционерному банку, выполнявшему функции центрального банка) удалось тогда избежать банкротства благодаря выпуску в обращение банкнот мелкого номинала и, главным образом, помощи Натана Ротшильда, доставившего золото из Франции.

²⁵⁰ Annual Register or a View of the History, Politics, and Literature of the year 1825. – L: Baldwin and Cradock. – P. 122–123.

ций снизились на 80%. Общие убытки от падения курсов акций достигли 14 млн фунтов. Общее количество банкротств быстро росло – в октябре обанкротилось 80 компаний, в ноябре – 142, в декабре – 224. С 1 октября 1825 г. по 1 октября 1826 г. произошло 3 549 банкротств (за аналогичный период годом ранее – лишь 1345 банкротств)²⁵¹.

Кризис затронул все отрасли британской промышленности и особенно внешнюю торговлю – объем экспорта сократился на 16%, импорта – на 15%, что повлияло на сокращении судоходства и судостроения. По словам обозревателя «Таймс», «мы не помним другого периода столь глубокой подавленности в коммерческом мире, как сейчас... страдают уже все отрасли промышленности»²⁵².

«Мания охватила всех», но «пузырь лопнул... сотни мелких людишек разорились» – вспоминал об этих событиях Ч. Диккенс²⁵³. А по словам У. Теккерея о своем герое «всё его состояние было промотано в спекуляциях и обращено в ничего не стоящие акции различных дутых предприятий»²⁵⁴.

Если сравнить международный финансовый кризис 1825 г. с предшествовавшими кризисами XVIII века, то можно видеть, как постепенно расширялся круг их участников. В кризисах, вызванных крахом Джона Ло во Франции или Компании Южного моря в Англии, при всей их масштабности в центре событий была лишь одна компания, провоцировавшая раздувания спекулятивного пузыря. Во время не очень значительного кризиса 1788 г. в британской текстильной промышленности (этот кризис был связан с перепроизводством), он не вышел за пределы этой отрасли, хотя количество предприятий, затронутых кризисом достигало нескольких десятков. Во время небольшого кризиса 1819 г. общий экономический спад коснулся всех отраслей британской промышленности. Так постепенно совершался переход от локальных либо отраслевых кризисов к более масштабным циклическим кризисам, объединявших в себе и общеэкономический, и финансовый кризисы. К 1820-м годами накапливавшиеся изменения в экономической сис-

²⁵¹ The Parliamentary Debates from the Year 1803 to the Present Time [Ed. T. Hansard]. – L.: T. Hansard, 1829. – Vol. XXI (1. 05. 1829). – P. 972.

²⁵² Times. – 1926. – 26 January.

²⁵³ Диккенс Ч. Жизнь и приключения Николаса Никльби / Ч. Диккенс. – http://lib.aldebaran.ru/author/dickens_charlz/dickens_charlz_zhizn_i_priklyucheniya_nikolasa_niklbi/.

²⁵⁴ Теккерей У. Ярмарка тщеславия / У. Теккерей. – <http://lib.ru/INPROZ/TEKKEREJ/fairy.txt>.

теме переросли в новое качество, и международный кризис 1825 г. стал первым циклическим кризисом рыночной экономики.

К этому времени архитектура мировой финансовой системы достигла качественно нового уровня в результате расширения географии и роста объемов торговых и финансовых операций, связывающих периферические и отдаленные регионы мира (такие как Латинская Америка) с мировыми финансовыми центрами, основным из которых уже тогда был Лондон. Хотя говорить о финансовой глобализации в 1825 г. было еще рано, очевидно, что степень интеграции финансовых систем и рынков ценных бумаг различных стран значительно углубилась, а участники этих рынков всё больше были связаны в единую сеть. Количество инвесторов, вкладывавших свои капиталы в иностранные ценные бумаги, быстро росло, как росли потоки иностранных капиталов, направленных в периферические развивающиеся страны с формирующимися финансовыми рынками. Интеграция региональных рынков в британский, как наиболее развитый, повысила мобильность капиталов, а концентрация свободных ресурсов в Великобритании создавала на мировом финансовом рынке системную асимметрию, приводившую к экспорту британского капитала.

Трудно не согласиться с известной идеей К. Маркса о том, что в основе всех кризисов было перепроизводство – как перепроизводство товаров в экономических кризисах, так и перепроизводство капиталов в финансовых кризисах. Кризис 1825 г. наглядно продемонстрировал, что перепроизводство стало всеобщим и особенно явно затрагивало рынки капиталов, где накапливались свободные финансовые ресурсы, ищущие новых направлений инвестирования в спекулятивных операциях.

Начавшийся в 1825 г. кризис считается первым международным финансовым кризисом, хотя затронул он в наибольшей мере Англию. Действительно, кризисы XVIII века не вызывали финансовую панику в мировом масштабе. В отличие от них паника 1825 года коснулась многих стран. Она началась в Великобритании, имея все признаки классического кризиса: дешевые кредиты, спекулятивный «пузырь» вокруг бумаг латиноамериканских стран, широкое распространение мошенничества. После того, как спекулятивный пузырь в Англии лопнул, крах потерпели многие банки и нефинансовые компании. Затем финансовый кризис быстро распространился по всей Европе, где также началась паника. После того, как инвесторы стали выводить свои деньги из Латинской Америки, к 1828 году каждая из южноамериканских стран, за ис-

ключением Бразилии, уже объявила дефолт по своим государственным долговым обязательствам. Потребовалось три десятилетия, чтобы объемы притока капитала в этот регион достигли прежних уровней.

Было немало дискуссий о причинах кризиса, касавшихся как изменений в законодательстве о банкротствах, так и особенностей политики Банка Англии. Но, вероятно, эти причины были в ином, и они достаточно очевидны. Снижение роста государственного долга Англии после окончания наполеоновских войн и уменьшение прибыльности британских ценных бумаг совпало по времени с появлением прибыльных ценных бумаг молодых государств Латинской Америки. На эти ценные бумаги возник ажиотажный спрос, стимулировавший учреждение новых компаний, и проявилась схема классического акционерного бума, затем неоднократно повторявшаяся в последующих кризисах.

К весне 1826 г. ценные бумаги большинства латиноамериканских стран (кроме Бразилии), а также Греции, Португалии и Испании полностью упали в цене. Акции Real del Monte упали до 115 фунтов (они размещались по 400 фунтов при номинале 70), акции Bolivar Mining Association, добывавшей медь на землях, принадлежавших лично Симону Боливару, упали с 28 фунтов до 1. В декабре 1828 г. из более чем двадцати иностранных облигаций, торговавшихся на Foreign Funds Market, реально котирировалось только семь, а к 1829 г. большинство из латиноамериканских компаний, облигации которых принимали участие в спекулятивном буме 1824–1825 гг., перестали существовать. В дальнейшем отдельный Foreign Funds Market снова слился с общим рынком ценных бумаг на Лондонской бирже, и был создан так называемый single securities market, на котором в обращении находились корпоративные ценные бумаги (в основном акции) компаний, строивших каналы, а позднее – железные дороги.

Спекулятивный бум и паника 1825–1826 гг., а также период рецессии, длившийся до 1832 г., привели к тому, что интересы британских инвесторов сместились на ценные бумаги других стран – преимущественно США, где началось создание транспортной инфраструктуры. Объем британских инвестиций в акции и облигации американских компаний возрос от 12,8 млн. дол. в 1820 г. до 26,5 млн. дол. в 1830 и 200 млн. в 1840 г.²⁵⁵. С конца 1820 – начала

²⁵⁵ Hobson C. K. The Export of Capital / C. K. Hobson. – New York: Garland, 1983. – P. 110–111.

1830-х годов Лондонская биржа стала основным рынком для иностранных ценных бумаг – прежде всего, выпущенных в США.

Кризис 1825 г. в других странах

Кризис 1825 г. ощущался не только в Латинской Америке, но и (в разной степени) во многих других странах, в том числе в США, Германии, России. Особенно заметным кризис был во Франции – основном экономическом конкуренте Великобритании. После наполеоновских войн развитие французской промышленности проходило под знаком постоянной конкурентной борьбы с британским влиянием²⁵⁶.

Во французской экономике в 1824 г. – первой половине 1825 г. отмечался общий подъем²⁵⁷. Создавались новые акционерные общества и значительно увеличились объемы предоставляемых кредитов²⁵⁸. Однако значительная часть капиталов направлялась не в развитие промышленности, а инвестировалась в государственные ценные бумаги. Такие инвестиции имели явные преимущества, бывшие вне конкуренции – стабильный доход, минимальные риски, отсутствие хлопот, обычных при производстве или торговле. Так как значительная часть французских бумаг была приобретена британскими инвесторами, это определило зависимость французского рынка 1820-х годов от начавшегося в Лондоне кризиса. После того, как во время кризиса в Англии многие английские инвесторы продавали крупные пакеты французских ценных бумаг (пре-

²⁵⁶ После запрета ввоза хлопчатобумажных тканей удалось оградить французский рынков от британских товаров. В 1815–1816 гг. во Франции почти в два раза увеличился выпуск хлопковых тканей и изделий из них. В годы общего подъема повысился даже объем экспорта тканей из Франции (с 28 млн франков в 1824 г. до 43 млн франков в 1825 г.).

²⁵⁷ Он затронул не только текстильную промышленность, но и металлургическую, постройку каналов, а также жилищное строительство в Париже, Лионе и других крупных городах. Особенно бурным в строительном бизнесе был 1825 г., когда в Париже появилось множество новых зданий. Однако строительный бум был настолько раздут, что вскоре строительство полностью остановилось на 3–4 года, а множество строительных компаний обанкротилось.

²⁵⁸ Общая сумма операций Банка Франции возросла с 718 млн франков в 1823 до 1223 млн франков в 1825 г. (Vialles P. La Consommation et les crises économiques / Vialles P. – Paris: V. Giard & E. Brière, 1903. – P. 260). С 1815 по 1828 г. во французские акционерные общества было вложено 271 млн франков, из них 170 млн – в 1822–1827 гг. (Мендельсон Л. А. Теория и история экономических кризисов и циклов. В 3 т. Т. 1. / Л. А. Мендельсон. – М.: Изд-во социально-экон. лит-ры, 1959. – С. 345).

имущественно, государственных облигаций), это привело к понижению их курсов. Вслед за ними значительно понизились котировки и всех остальных ценных бумаг на французском рынке.

В Генуе в начале 1826 г. торговые операции значительно сократились после того, как начались банкротства и приостановки платежей в Англии и других странах. В Вене также отмечалось несколько банкротств. В Стокгольме резко сократились торговые операции, чего не было уже несколько лет; шведские предприниматели объясняли это влиянием английского кризиса 1825 г. Ощущался кризис даже в Турции – в Смирне (современный Измир) торговля в начале 1826 г. шла вяло после банкротства нескольких торговых домов в Лондоне.

В США промышленность в 1820-е годы была развита ещё очень слабо (по сравнению с Великобританией), хотя темпы её роста были высокими²⁵⁹. Экономический подъём и спекулятивный ажиотаж 1824–1825 гг. в Англии оказал на США весьма заметное влияние²⁶⁰. Кризис затронул прежде всего объёмы американской внешней торговли – экспорт сократился на 22%, импорт на 12%. По словам президента Адамса в конце 1826 г. «острый кризис, так широко охвативший промышленные круги Великобритании, заметно отразился и на нас», так как общее перепроизводство в Англии привело к отправке избытка товаров в США и к естественному снижению на них цен²⁶¹.

В Германии (преимущественно в Пруссии, так как единого германского государства ещё не существовало) внутренних предпосылок для кризиса было гораздо меньше, чем в Англии, или даже в США, однако германский рынок был зависим от английского – большая часть германского экспорта (зерно и шерсть) поступали в Великобританию, в импорте также преобладали английские товары. Начало кризиса в Англии вызвало в Германии волну бан-

²⁵⁹ С 1829 по 1825 г. добыча угля выросла с 60 до 120 тыс. т, выплавка чугуна с 20 тыс. т до 81 тыс. тонн (Guetter F. Statistical Tables Relating to the Economic Growth of the United States / F. Guetter, A. McKinley. – Philadelphia: McKinley Pub. Co., 1924. – – P. 25, 29).

²⁶⁰ Это объяснялось прежде всего ростом цен на американский хлопок (поступавший на британский рынок) с 11,6 цента за фунт в 1823 г. до 18,6 цента в 1825 г. В спекуляцию хлопком было вовлечено большое количество американских компаний, а также финансировавших их банков. Начало кризиса привело к резкому падению цен на хлопок (до 9,3 цента за фунт), что вызвало в США многочисленные банкротства. Только лишь в одном Нью-Йорке за первые три месяца 1826 г. приостановили платежи 300 компаний (Times. – 1826. – March 4).

²⁶¹ Clark V. History of Manufactures in the United States / V. Clark. – 2 vols. Vol 1. – N. Y. McGraw-Hill Book Company, 1929. – P. 566.

кротств и быстрое падение цен на товары. Падать начали и курсы всех ценных бумаг. Особенно это коснулось северной части Германии в феврале – марте 1826 г.²⁶²

По воспоминаниям очевидца, 1825 год «закончился чудовищными банкротствами. Он оставил последующему году в наследство нужду и смятение... В торговле мы были свидетелями колебания цен на самые ходовые товары на 50 и больше процентов в течение немногих месяцев... На бирже ценных бумаг обнаружились такие потрясения, словно вся Европа была брошена в войну. Наступило общее обесценение бумаг... Берлин среди торговых центров Европы пользовался славой особой солидности. Но в 1826 г. на него обрушился протрясающий удар. Берлинская биржа была до основания расшатана им. Из 1200 торговых и банкирских домов едва ли можно было насчитать 20, векселя которых принимались к учёту... Более двадцати крупных берлинских банкирских домов потерпели крах уже в течение первых шести недель 1826 г. Вкладчики бросились изымать свои вклады из сберегательных касс»²⁶³.

В Российской империи в начале 1826 г. снизилась активность на Нижегородской ярмарке; это связывали с сокращением активности армянских купцов, торговая сеть которых простиралась по многим странам мира и срашу ощутила влияние английского кризиса. Когда начали поступать сообщения о банкротствах в Лондоне, российские предприниматели забеспокоились, что отразилось прежде всего на сокращении кредита и его удорожании. И хотя на слабо развитые первые российские товарные биржи нестабильность на Лондонской бирже непосредственно никак не влияла, спрос и цены на основные товары оптовых операций снизился.

Географические границы влияния кризиса были весьма широкими – от Стокгольма и России до Турции и Южной Америки. Трудности сбыта сырьевых товаров, поступавших с периферии мировой экономической системы 1820-х годов в Англию, привели к снижению цен в периферических странах; на рынке финансовых услуг в той или иной мере произошло сокращение кредита. С кри-

²⁶² Times. – 1826. – Febr. 25.

²⁶³ «Многие семьи, жившие на проценты от своих маленьких капиталов, потеряли в течение этого ужасающего кризиса почти всё свое имущество... Саксония, богатая фабриками и чрезвычайно деятельная в торговых делах, наиболее болезненно из всех немецких государств испытала тяжесть этого времени и последствия чужого торгового кризиса» (Venturini K. Chronik des XIX Jahrhunderts, Das Jahr 1826 / K. Venturini. – Leipzig: J. F. Hammerich, 1828. Цит. по: Мендельсон Л. А. Теория и история экономических кризисов и циклов. В 3 т. Т. 1. / Л. А. Мендельсон. – М.: Изд-во социально-экон. лит-ры, 1959. – С. 348–349).

зисом такого масштаба мировая торговля столкнулась, в сущности, впервые.

Депрессия 1826–1928 гг. и спад 1829–1830 гг.

К концу 1826 г. в Великобритании кризис перерос в экономическую депрессию. Все жаловались на проблемы со сбытом продукции и плохое положение дел. В 1828 г. началось возрастание активности в промышленности и торговле, но оно было кратковременным. Уже 1829 г. проявилось очередное переполнение товарных рынков вследствие перепроизводства, и рост затормозился. И только в 1833 г. начался реальный экономический подъём, но он длился недолго и завершился очередным кризисом 1836–1837 гг.

Основной движущей силой британской экономики была в то время текстильная промышленность, но она сильно зависела от состояния внешних рынков сбыта, на которые шло около 70% продукции. Расширение этого рынка могло происходить только на основе снижения цен на британскую продукцию. Чтобы увеличить доходы от экспорта на 30%, в 1825–1836 гг. пришлось в два раза увеличить объём экспорта.

Однако на внешних рынках сбыта у британской продукции появлялось всё больше препятствий – ощущалась конкуренция со стороны других производителей, росли таможенные ограничения (так, в 1828 г. в США существенно повысились ввозные пошлины на британские товары). К тому же покупательная способность в странах, бывших основными потребителями британских товаров, снижалась из-за неэффективного сельского хозяйства – основного источника доходов. Этим объяснялось, что после недолгого подъёма в британской экономике в 1829 г. внешние рынки сбыта оказались опять переполненными, что вызвало новый спад. «Никто не может отрицать, что угнетение является общим, что серьёзная стагнация наблюдается в каждой отрасли промышленности» – говорилось в одном из выступлений в парламенте. «Страна находится в состоянии общей депрессии», а угнетенное состояние экономики «является всеобщим и беспрецедентным»²⁶⁴.

Спад 1828–1830 гг. «охватил все страны Европы от одного конца до другого и распространился даже по ту сторону Атланти-

²⁶⁴ Smart W. Economic Annals of the Nineteenth Century. 2 Vols. Vol. 2. 1921–1830 / W. Smart. – N.Y.: Macmillan, 1917. – P. 466, 472.

ческого океана. Бедствие, которое является столь всеобщим, должно иметь и общую причину... неудивительно, что в Англии с её обширной и сложной торговлей и промышленностью кризис ощущается с большей остротой, чем в странах, производство и торговля которых менее развиты и более просты»²⁶⁵. Хотя спад 1829–1830 г. ощущался в той или иной мере в разных странах, кроме Англии наиболее заметным он был во Франции (в США и Германии спад проявился намного слабее).

Во Франции экономический спад отмечался не только в текстильной промышленности. Сократилась добыча угля, снизились все оптовые цены, а также обороты экспорта и импорта. Этот спад стал одной из экономических предпосылок революции в июле 1830 г.²⁶⁶ По словам банкира Лафита, одного из главных инициаторов выдвижения нового короля Луи-Филиппа, «начало торгового кризиса относится к периоду, предшествовавшему революции 1830 г. Торговый кризис был вызван чрезмерным производством и узостью рынков»²⁶⁷.

Подъём 1834–1836 гг. и кризис 1837 г. в Великобритании

Подъём 1834–1836 гг.

В 1834 г. в Англии начался очередной экономический подъём. Увеличение ёмкости рынка для английских товаров (в том числе продукции промышленности), а также хорошие урожаи и снижение цен на зерно, – все это стимулировало экономический рост. Особенно влияла на подъём экспансия на рынках США, связанная с растущим экспортом британского капитала²⁶⁸.

Как и в 1824–1825 гг., экономический подъём 1834–1836 гг. породил спекулятивный бум и учредительский ажиотаж. Всё это, с одной стороны, усиливало подъём, с другой – приближало крах. После того, как английским законодательством в 1826 г. было разрешено создание акционерных банков, их система стремительно

²⁶⁵ Parliamentary debates. – Vol. XXII (8. II. 1930). – P. 235.

²⁶⁶ Французская революция 1830 г. – вторая французская революция. После восстания в июле 1830 г. был свергнут проводивший консервативную политику король Карл X. Престол занял Луи-Филипп, герцог Орлеанский, в целом настроенный более либерально.

²⁶⁷ Archives Parlementaires. – Vol. LXIX (13. VIII. 1821). – P. 190–191.

²⁶⁸ За время подъёма 1834–1836 гг. выплавка чугуна выросла на 71%, добыча угля – на 89%, экспорт – на 35%.

разрасталась. В начале 1831 г. уже работал 61 акционерный банк с 472 филиалами; в 1836 г. только лишь за 10 месяцев было учреждено 40 новых банков. Банки учреждались с единственной целью – для финансирования акционерного учредительства. Быстрый рост сети акционерных коммерческих банков ускорил кредитную экспансию. «Легкость получения кредита способствует спекуляции и росту цен на основные предметы потребления на 20–50%, и даже на 100%» – отмечалось в парламентских обсуждениях. «А рост цен неизбежно сокращает потребление, увеличивая вместе с тем предложение»²⁶⁹.

Особенно крупные капиталы были вложены в кредитование торговли со США, бывшей в центре внимания во время подъема 1830-х годов. Многие британские банки специализировались на кредитах американским торговым домам, занимавшимся экспортом британских товаров. Нередко за счет переучета векселей и других манипуляций размеры кредитов настолько раздувались, что значительно превосходили уставные капиталы и банков, и торговых домов²⁷⁰. Раздувание кредита подпитывало общий подъем и спекулятивный бум, хотя возрастание рискованности таких операций было очевидным. По словам одного из докладчиков в парламенте, «положение вещей слишком напоминает ужасный 1825 год»²⁷¹.

В 1836 году на английском рынке ценных бумаг начался новый ажиотаж, связанный с акциями первых железных дорог и, особенно, с акциями частных акционерных банков, количество которых в Англии начало быстро расти (если в начале 1830-х годов в среднем учреждалось про 10 таких банков в год, то в 1836 – 48). Банки начали расширять кредитование, использовавшееся главным образом для строительства железных дорог, а также в сталелитейной и угледобывающей промышленности.

«Нельзя себе представить, до каких размеров дошла страсть к спекуляции в нашей стране – говорил британский министр торговли Пулет Томпсон, – нельзя прочесть газеты... чтобы не встретить объявлений об учреждении новых акционерных обществ... большинство этих обществ устраивается спекулянтами, желающими с выгодой продать свои акции; они стараются искусственно поднять

²⁶⁹ Parliamentary Debates. – Vol. XXXIII (12. 05. 1836). – P. 849, 852.

²⁷⁰ Так, общая стоимость американских векселей, акцептированных шестью банками из Лондона, превышала 15 млн фунтов, в то время как совокупный капитал этих банков был в шесть раз меньше (Annual Register. – 1837. – P. 183).

²⁷¹ Parliamentary Debates. – Vol. XXXII (11. 03. 1836). – P. 203.

курс акций и предоставляют дальнейшую заботу об основанных ими предприятиях покупателям акций, имевших безрассудство поместить таким образом свои деньги»²⁷².

Масштабы акционерного бума были таковы, что по горячим следам в 1841 г. была опубликована одна из первых книг о кризисах на рынках ценных бумаг – «Чрезвычайно популярные заблуждения и безумие толпы» Чарльза Маккея²⁷³. Но когда банки во время кредитного бума 1836 г. начали терять интенсивно терять золотые запасы, вывозившихся в основном в США, кредитование резко сократилось, что и стало толчком к началу кризиса. Часть банков обанкротилась, а часть была вынуждена заморозить платежи.

Акционерный бум стал наибольшим в 1835–1836 гг., когда было основано более 300 акционерных компаний с совокупным капиталом 135 млн фунтов (из этой суммы фактически оплачено было только 15 млн). Среди этих трех сотен компаний наибольшей была группа железнодорожных обществ (88 компаний) с суммарным капиталом 70 млн фунтов²⁷⁴.

Быстро растущий интерес к строительству железных дорог (в то время они считались радикальной технологической инновацией, обещающей многочисленные выгоды и сверхприбыли) стал важным фактором экономического подъема 1830-х годов. Так как с железнодорожными проектами были связаны рост добычи угля, а также металлургические и металлообрабатывающие предприятия, начало железнодорожного бума было важнейшей движущей силой общего промышленного и экономического подъема²⁷⁵.

²⁷² Цит. по: Туган-Барановский М. И. Периодические промышленные кризисы / М. И. Туган-Барановский. – М.: Наука, Российская политическая энциклопедия, 1997. – С. 110.

²⁷³ Mackay C. Extraordinary Popular Delusions And The Madness Of Crowds (1852) / C. Mackay. – N. Y.: Page & C^o, 1960. – 656 p.

²⁷⁴ Joint Stock Companies. First Report from the Committee. – 1844. – P. 342–345.

²⁷⁵ За время первого этапа этого бума, пришедшегося на 1830-е годы, с 1830 по 1838 гг. в Великобритании было построено 733 км. железных дорог. Совокупная стоимость железнодорожных проектов быстро росла с 2,5 млн фунтов в 1830–1831 гг. до 6,1 в 1832–1833 гг., 7,1 в 1834–1835 гг. и 36,4 в 1836–1837 гг. Во время кризиса 1837 г. она сократилась до 8,5 млн фунтов (Porter G. R. The Progress of the Nation in Its Various Social and Economic Relations from the Beginning of the Nineteenth Century / G. R. Porter. London: John Murray 1851 – P. 327).

В 1835 году в Англии разразился биржевой кризис. В 1833–1834 гг. Испания и Португалия разместили на Лондонской бирже облигации нескольких крупных внешних займов. Это привело к возникновению ажиотажного спроса не только на эти облигации, но и на все иностранные ценные бумаги, а их котировки быстро выросли (иногда до 100%). Поскольку на Лондонской бирже некоторое время держались повышенные цены на все иностранные облигации, из стран континентальной Европы в Англию устремился поток этих бумаг, предназначенных для продажи по выгодной цене. Но в мае 1835 г. началась паника, приведшая к падению курсов ценных бумаг. Впрочем, на общее состояние английской экономики кризис 1835 года не оказал заметного влияния.

К весне 1836 г. общее оптимистическое настроение, характерное для лет подъёма, сменилось напряженностью на финансовых рынках. Перепроизводство давало о себе знать, и снова началось накопление непроданных товарных запасов, в которых были заморожены капиталы, инвестированные в промышленность. Эта нарастающая замороженность капиталов привела к повышению спроса на кредит, и в то же время к замедлению погашения ранее взятых долгов. К тому же из-за массового экспорта капиталов в США золотые запасы Банка Англии начали сокращаться с 8 млн фунтов в конце марта 1836 г. до 5,3 млн в конце августа. Чтобы приостановить отток золота, банк повысил учётную ставку с 4% до 5%, приостановив при этом учёт не обеспеченных американских векселей, использовавшихся в спекулятивных операциях с ценными бумагами и товарами. После этого у компаний, занимавшихся такими операциями, возник дефицит денег и они начали избавляться от пакетов ценных бумаг. Последствия этого не трудно было предвидеть – в середине 1836 г. началось снижение цен на товары, а вместе с этим и быстрое падение курсов ценных бумаг²⁷⁶.

Затем начало расти количество банкротств, в том числе банков. Прекратили платежи такие крупные банки как *Agricultural and Commercial Bank of Ireland* (50 отделений), *Northern and Central Bank of England* (38 отделений) и др., что вызвало панику среди вкладчиков и массовое снятие депозитов. Больше всего банкротств

²⁷⁶ Товарные цены от максимального уровня в начале 1836 г. до минимального в 1837 г. снизились в среднем на 30–40% (Baunatian M. *Geschichte der handelskrisen in England im zusammenhang mit der entwicklung des englischen wirtschaftslebens* / M. Baunatian. – Munchen: E. Reinhardt, 1908. – S. 294).

было в 1837 г. – их общее количество выросло с 929 в 1836 до 1668 в 1837 г. (на 79%). На фоне всех этих событий отток золота из Банка Англии продолжался, и к началу февраля 1837 г. его запасы сократились до 3,8 млн фунтов. Значительно сократился объем экспорта²⁷⁷.

Причины кризиса

Хотя экспорт капиталов и товаров в США, а также переполнение этих рынков был не единственной и не глубинной причиной кризиса 1837 г., вызванного (как и в 1825 г.) перепроизводством товаров и капиталов, роль американских товарного и финансового рынков в кризисе 1837 г. очевидна. Нередко считается, что кризис 1837 г. был очень похож на кризис 1825 г. Отличие было лишь в том, что в если 1825 г. Англия резко увеличила экспорт в страны Латинской Америки (оплачивая этот экспорт своими же деньгами, так как большая часть экспортируемых товаров приобреталась в кредит), что привело к переполнению этих рынков, а 1830-е годы экспорт был направлен преимущественно в США, что также скоро привело к переполнению американского рынка²⁷⁸. Возрастание экспорта британских товаров и капиталов в США в 1830-е годы не было основной причиной подъема тех лет, в действительности основанного на накоплении капитала в Англии. Пришедший на смену подъему кризис также был вызван общими закономерностями циклического развития рыночной экономики. Переполнение американского рынка товарами могло ускорять приближение кризиса, но не было его глубинной причиной.

²⁷⁷ С 53,4 млн фунтов в 1836 г. до 42,1 млн фунтов в 1827 г. Особенно сильным было сокращение экспорта в США – с 12,4 млн фунтов до 4,7 млн фунтов, т. е. более чем в 2,5 раза. Сокращение экспорта в другие страны было не столь резким – с 13,7 до 11,7 млн фунтов в страны Латинской Америки, с 8,3 до 7,0 в страны Азии и Африки, с 9,0 до 7,0 в страны Южной Европы.

²⁷⁸ По словам М. И. Туган-Барановского, «если сравнивать английские кризисы 1825 и 1827 гг., то мы найдём между ними много сходства. Оба они были вызваны преимущественно искусственным расширением спроса на английские товары за границей, причем спрос этот создавался усиленной эмиграцией английских капиталов в 1825 г. в Центральную и Южную Америку, а в 1836 г. – в Северо-Американские Соединенные Штаты», поэтому «кризис 1837 г. был вызван исключительно условиями американской торговли» (Туган-Барановский М. И. Периодические промышленные кризисы. История английских кризисов, общая теория кризисов / М. И. Туган-Барановский. – СПб.: Т-во О. Н. Поповой, 1914. – С. 62–63).

К середине 1837 г. кризис уже был в разгаре. В Манчестере было 50 тыс. безработных и большинство крупных предприятий работало только половину рабочего времени. «Хорошо осведомленные люди утверждают, что если торговля не улучшится, то без работы в промышленных регионах останется... по крайней мере полмиллиона человек»²⁷⁹. Кризис охватил металлургическую промышленность (экспорт металла уменьшился с 1836 по 1837 г. на 24%; цены на чугун за это же время снизились на 25%). Сократились судостроение и добыча угля. Практически приостановилось промышленное строительство, и особенно строительство железных дорог²⁸⁰.

В целом кризис 1837 г. уступал кризису 1825 г. по количеству банкротств и сжатию кредита, так же как и по масштабам предкризисного спекулятивного бума и акционерного ажиотажа. По приблизительным оценкам общая экономическая активность сократилась в 1837 г. на 20%, в то время как в 1825 г. – на 31%. Во второй половине 1837 г. наиболее острая стадия кризиса была пройдена, однако общий экономический спад продолжался до 1843 г.²⁸¹.

Во время спада продолжался отлив золота из Банка Англии за границу, особенно в США, где на него был повышенный спрос. С декабря 1838 г. по сентябрь 1839 г. банк потерял 75% своего золотого запаса, сократившегося в целом с 9,6 млн фунтов до 2,4 млн фунтов. Учетная ставка была повышена до 6%, но это уже не помогло, и пришлось брать заём в Париже на 2 млн фунтов.

В 1841–1842 гг. началось резкое падение объёмов производства и увеличение количества банкротств, из-за чего эти годы называют промежуточным кризисом. За время промежуточного кризиса с 1841 по 1842 г. выплавка чугуна сократилась на 27%, объем экспорта на 11%, индекс оптовых цен снизился на 25%, а количество банкротств увеличилось за год на 279. Новый подъём начался только в 1844 г., и был связан в основном с железнодорожными проектами.

²⁷⁹ Annual Register. – 1837. – June. – P. 55–56/

²⁸⁰ В 1836 г. железнодорожные компании получили парламентские разрешения на постройку дорог на общую сумму 23 млн фунтов, а в 1838 г. – лишь на 2 млн фунтов.

²⁸¹ За годы спада увеличилась эмиграция из Великобритании в колонии и другие страны в поисках работы и лучшей жизни – всего с 1836 по 1842 г. выехало около 600 тыс. человек (Parliamentary Debates. – Vol. LXIII (2. 06. 1842). – P. 123).

Поскольку подъем и кризис 1830-х годов проявились преимущественно в Великобритании и США, рынки которых были тесно связаны, в других странах этот кризис оказал не столь сильное влияние. Прежде всего это было связано с тем, что и Франция, и Германия, не говоря уже о других странах Европы, были не настолько экономически развиты, как Англия, и а их связи с британскими рынками товаров и капиталов были не так сильными, как в США в 1830-е годы.

Во Франции середина 1830-х годов была временем общего подъема, затронувшего в том числе текстильную и металлургическую промышленность. По словам министра общественных работ Гизо, сказанным в 1836 г., «никогда еще наша промышленность не была в столь благоприятном состоянии», а внешняя торговля «быстро развивается»²⁸². Строились новые текстильные фабрики и сахарные заводы, первые железные дороги и каналы (количество сахарных заводов выросло с 1828 по 1835 гг. с 58 до 400).

Расширялось акционерное учредительство, хотя в то время преобладающей формой организации пока ещё оставались коммандитные общества. В 1823–1834 гг. было учреждено 176 коммандитных обществ с капиталом 125 млн франков, в 1835–1837 гг. – 610 обществ с капиталом 541 млн франков. В 1836–1837 гг. было учреждено 65 акционерных компаний. Росло количество ценных бумаг, выпускавшихся коммандитными и акционерными обществами – только лишь за первые три месяца 1828 г. их было выпущено на 388 млн франков. Среди учреждаемых акционерных компаний преобладали банки, страховые общества, транспортные и промышленные компании. Как и в Англии, в большинстве случаев цели учредительства были сугубо спекулятивными – эмиссия бумаг и продажа их на бирже.

Учредители и приближенные к ним лица скупали крупные пакеты акций в кредит, фактически оплачивая лишь небольшую часть их номинала (порядка 10%). Вопрос о спекулятивном характере учредительства не раз рассматривался в парламенте, где даже была создана специальная комиссия для ограничения спекулятивного учредительства, не предпринявшая, впрочем, никаких реальных действий. Расширение практики приобретения ценных бумаг с частичной оплатой вело к раздуванию банковских кредитов. Так,

²⁸² Archives Parlementaires. – 1836. – Т. С. 1. – Р. 84.

суммы учета векселей (под которые выдавались кредиты) в Банке Франции со 150 млн франков в 1832 г. выросли до 445 млн в 1835 г. и 760 млн в 1836 г.²⁸³

Если сравнить темпы экономического подъема во Франции с подъемом в Англии, то отставание Франции было очевидно²⁸⁴, однако кризис 1837 г. во Франции не был всего лишь отголоском британского кризиса. – во французской экономике было достаточно внутренних причин, связанных с общим подъёмом, ростом спекулятивного акционерного учредительства и расширением кредитов.

Кризисные проявления начались во Франции во второй половине 1836 г. Возникла напряженность на финансовом рынке, связанная и с финансовым кризисом в США, и с ухудшившимся сбытом французских товаров. Верным признаком напряженности стало сокращение учетных Банка Франции, что означало сокращение кредитования. Так, в декабре 1836 г. этих операций было произведено на сумму 82 млн франков, в январе 1837 г. – на сумму 59 млн франков. В первой половине 1837 г. кризисом были затронуты практически все отрасли французской промышленности.

Однако финансовый кризис во Франции был недолгим и не отличался остротой, а на биржу он вообще не оказал особого влияния. Ко второй половине 1837 г. финансовый рынок стабилизировался и на нём без труда можно было найти капиталы для учреждения новых компаний. С начала 1838 г. начался новый спекулятивный бум, длившийся почти до конца 1838 г., когда его прервала вторая волна финансового кризиса, приведшая к многочисленным банкротствам.

Особенности кризиса 1837 г.

Вслед за Францией в 1838 г. начался финансовый кризис в Бельгии, где перед тем также отмечался спекулятивный ажиотаж и учредительский бум. В Бельгии в 1838 г. обанкротились многие примышленные и торговые компании, а *Banque Nationale de*

²⁸³ Juglar C. Des Crises commerciales et leur retour periodique en France, en Angleterre, et aux Etats-Unis / C. Juglar. – Paris: Guillaumin, 1862. – P. 8.

²⁸⁴ Добыча угля выросла во Франции на 33%, в Англии на 60%; выплавка чугуна – на 30% и 71% соответственно; экспорт – на 12% и на 35%. Сопоставим был только рост текстильной промышленности – на 50% во Франции и на 53% в Англии (Мендельсон Л. А. Теория и история экономических кризисов и циклов. В 3 т. Т. 1. / Л. А. Мендельсон. – М.: Изд-во социально-экон. лит-ры, 1959. – С. 405).

Belgique полностью прекратил платежи. Кризис ощущался в Голландии (в Амстердаме сократились объемы торговых и кредитных операций), а также в Швеции и Норвегии, где снизился экспорт и импорт. Затронул кризис и Российскую империю, где сократился экспорт сырья и импорт готовых изделий – «английский кризис конца 30-х и начала 40-х годов очень сильно отразился на русской хлопчатобумажной промышленности»²⁸⁵.

Что же касается общих особенностей кризиса 1837 г, то нередко США считается его основным очагом. Подобные мысли можно найти еще у Маркса: «из Америки только что получены известия, говорящие о совершенно угнетенном состоянии тамошнего рынка». – писал он в марте 1850 г. – «А между тем американский рынок является самым решающим. Переполнением американского рынка, застоєм в делах и падением цен в Америке собственно и начинается кризис, начинается его прямое, быстрое и непрекращающееся воздействие на Англию. Достаточно вспомнить кризис 1837 года»²⁸⁶. Однако в другой работе Маркс говорит, что «американский кризис 1837 г. последовал за английским кризисом 1836 г.»²⁸⁷.

Если вспомнить последовательность событий перед кризисом, то вследствие общего перепроизводства в Великобритании, ограниченных возможностей сбыта на внутреннем рынке и необходимости продавать куда-либо накопившиеся запасы продукции, началась массовая продажа этих товаров в США в кредит, предоставлявшийся английскими банками. За счёт кредита экспорт в США в 1836 г. резко возрос и началось пополнение американских рынков. Однако источник капиталов, питавших предкризисный подъём и в Англии, и в США, находился в Великобритании. Без этих капиталов не было бы ни подъёма перед кризисом, ни самого кризиса. Поэтому видимость того, что именно в США был очаг кризиса – всего лишь видимость.

²⁸⁵ Туган-Барановский М. И. Русская фабрика в прошлом и настоящем / М. И. Туган-Барановский. – В 2 т. Т. 1. – М.: Соцэкгиз, 1938. – С. 55.

²⁸⁶ «Только один товар постоянно повышается в цене в Америке, это – государственные облигации Соединенных Штатов, единственные государственные бумаги, которые дают надежное прибежище для капитала наших европейских друзей порядка» – продолжает свою мысль К. Маркс, говоря о событиях начала 1850 г. (Маркс К. Второй международный обзор / К. Маркс, Ф. Энгельс // Собрание сочинений. – Т. 7. – <http://coollib.net/b/122603/read>).

²⁸⁷ Маркс К. Торгово-промышленный кризис в Англии / К. Маркс, Ф. Энгельс // Собрание сочинений. Т. 10. – <http://coollib.com/b/4710/read#92>.

Формирование рынка ценных бумаг в США

Страна новых возможностей

Соединенные Штаты Америки, новое независимое государство, возникшее в конце XVIII века, воспринималось европейцами как огромная неосвоенная страна с большими земельными и другими природными ресурсами, а также безграничными предпринимательскими возможностями. Поскольку в страну происходил постоянный приток эмигрантов из Европы, с ними проникали и все основные технологические инновации (пароход, телеграф и др.), хотя некоторые из них были созданы уже в Америке. Как правило, эмигранты были экономически активными предпринимателями, готовыми с нуля начинать бизнес в незнакомой стране, и поток переселенцев стал одним из важнейших факторов, ускоривших индустриализацию США, так же как распространение корпораций – наиболее частой в Америке формы организации бизнеса.

В начале XIX в. большое значение в США имело развитие паромового, позволявшего осуществлять перевозку товаров по обширной речной системе – Миссури, Миссисипи и их притокам, – охватывающей большую часть страны, а также строительство каналов (в частности, начало постройки наибольшего из них канала Эри, длиной около 500 км). Затем началась эпоха строительства железных дорог – первые американские линии в Балтиморе и Огайо стали действовать в 1830 г. через пять лет после открытия первой железной дороги в Англии. К середине XIX в. общий объем промышленной продукции превысил объем аграрного сектора.

Александр Гамильтон и первые американские ценные бумаги

Ценные бумаги начал использовать ещё Александр Гамильтон, министр финансов в конце XVIII – начале XIX веков и ключевая фигура в финансировании революционной войны 1775–1783 гг., приведшей к возникновению США как независимого государства. Для привлечения финансовых ресурсов Гамильтон начал использовать государственные ценные бумаги.

В октябре 1776 г. Конгресс принял решение выпустить первые американские долговые инструменты – долговые сертификаты Континентального конгресса (Continental Loan Office Certificates) на сумму 5 млн дол. Первоначально доходность этой разнообразно-

сти государственных облигаций была 4%. Однако размещение облигаций шло не так быстро, как хотелось – 22 февраля 1777 г. доходность была повышена до 6%, но несмотря на это к сентябрю этого года было продано облигаций лишь на 4 млн дол. В 1782 г. пришлось прибегнуть ко внешним заимствованиям и 18 млн ливров было взято в долг у Франции под 4%.

Гамильтон понимал, что Соединенным Штатам не удастся нормально развиваться без привлечения европейских капиталов. Чтобы получить деньги из-за границы, необходимо было доказать свою платежеспособность и гарантировать, что взятые займы будут возвращены с процентами. Для этого необходимо было прежде всего вернуть долги, возникших в ходе Гражданской войны, когда США взяли в кредит (преимущественно во Франции и Нидерландах) 12 млн долларов. Кроме того, 40 млн долларов было взято в долг у отдельных лиц и организаций внутри США.

В докладе Конгрессу 14 января 1790 г. Гамильтон предложил правительству возложить на себя ответственность за все эти долги и выпустить государственные 6% облигации, на которые обменялись бы выпускавшиеся ранее долговые сертификаты Континентального конгресса. Кроме того, Гамильтон считал, что необходимо признать долги отдельных штатов как часть государственного долга. Чтобы найти средства для выплаты долгов, Гамильтон хотел продавать частным лицам земли на неосвоенном западе страны, а также установить федеральные налоги в форме новых акцизных сборов и более высоких пошлин. Гамильтон считал, что рост объемов внешней торговли и внешние кредиты повысят финансовую репутацию США и увеличат общее благосостояние страны, поэтому новые сборы буде легче выплачивать.

Многие фермеры и мелкие предприниматели, владевшие долговыми сертификатами Континентального конгресса, держались за эти бумаги до последнего. Но когда у них возникла потребность в деньгах, им пришлось продать сертификаты по сниженной цене тем, у кого были свободные капиталы. Цель скупки этих сертификатов была чисто спекулятивной, хотя и не лишенной риска – не было гарантии, что американское правительство будет по ним платить. Преимуществом спекулянтов было то, что они покупали сертификаты гораздо дешевле номинала, иногда по 10 долларов за сертификат номиналом в 100 долларов, рассчитывая на значительную прибыль в том случае, если правительство начнет выплачивать долги.

Когда Гамильтон предложил, чтобы правительство полностью выплачивало старые долги по сертификатам, спекулянты оказались в выигрыше, а все мелкие индивидуальные инвесторы, вынужденные продать свои сертификаты, получили по ним лишь малую часть стоимости. Некоторые члены правительства считали, что полностью выплачивать стоимость сертификатов следует только их первым держателям. Но Гамильтон был против этого, заявив, что если правительство будет проводить дискриминацию различных держателей, то это отрицательно скажется на финансовой репутации США²⁸⁸.

Крупный государственный облигационный заём был выпущен 8 февраля 1813 г. на сумму 16 млн долларов (минимальная сумма инвестиций была определена в 100 долларов – таков был номинал облигаций). Размещение этих бумаг шло не очень удачно, и хотя в проспекте займа было объявлено, что подписка будет закончена в середине марта, к этому времени удалось разместить облигаций лишь на 5,8 млн долларов²⁸⁹.

Накопление капиталов. Первые банки и биржи

Развитие транспорта и промышленности требовало концентрации финансовых ресурсов, и в 1781 г. Робертом Моррисом в Филадельфии был основан первый коммерческий Банк Северной Америки (Bank of North America)²⁹⁰, в 1791 г. – Нью-йоркский акционерный банк (Bank of New York) Александра Гамильтона. В

²⁸⁸ Долги штатов, погасить которые за счёт правительства призывал Гамильтон, значительно отличались – у некоторых штатов Новой Англии они были очень большими, и эти штаты с радостью переложили бы их на плечи правительства. У южных штатов долги были принципиально меньше, и там начались недовольные высказывания о том, что им придется нести бремя долгов других штатов, неэкономно расходовавших свои средства. Сторонников Гамильтона и Вашингтона, считавших, что управлять финансами страны должно сильное центральное правительство, обвиняли в стремлении к чрезмерной централизации, противоречащей самой идее создания США. В конечном счете южные штаты собрали достаточно голосов, чтобы при голосовании отклонить билль, по которому федеральное правительство должно было взять на себя долги отдельных штатов.

²⁸⁹ Gordon J. An Empire of Wealth. The Epic History of American Economic Power / J. Gordon. – N.Y.: Harper, 2004. – P. 119–120.

²⁹⁰ Кроме того, одним из первых американских банков, учрежденных в самом начале XIX в., стал Bank of the Manhattan Company, предшественник известного современного банка J. P. Morgan Chase. Банк был основан Ароном Бэрром (Aaron Burr) для финансирования основанной им же Manhattan Company, занимавшейся водоснабжением Нью-Йорка.

том же 1791 г. в Филадельфии был основан The Bank of the United States, претендовавший на роль центрального банка и открывший филиалы в Нью-Йорке, Бостоне, Балтиморе, Вашингтоне, Новом Орлеане и других городах. Расширяющаяся сеть филиалов и монополия на депозиты федерального правительства быстро сделала его наиболее влиятельным банком в стране. Однако первый центральный банк существовал в США недолго²⁹¹ – его создание вызвало недовольство не только тем, что банк мог приобрести чрезмерную финансовую власть и ограничивать свободу предпринимательства, но и тем фактом, что большинством его акций владели британские инвесторы. Это воспринималось как угроза суверенитету США. В 1811 г. Конгресс отказался продлить лицензию банка, и он был ликвидирован.

В 1816 году был создан второй Bank of the United States, получивший новую лицензию на 20 лет – этот банк сыграл активную роль в кризисе 1819 года. Но идея центрального банка в США так и не прижилась и когда в 1836 г. срок лицензии истек, второй Bank of the United States существовал как обычный коммерческий банк еще пять лет, пока не обанкротился в 1841 г.

К 1815 г. в США было уже 208 банков с общим капиталом в 82,3 млн. долларов. Основным финансовым центром стал Нью-Йорк, где операции с ценными бумагами активизировались с конца XVIII в., а в начале XIX века возросло значение отдельных региональных рынков ценных бумаг и возникли биржи в Балтиморе, Филадельфии и Бостоне²⁹². Подобно тому, как это было в Англии, организованные рынки ценных бумаг в США возникали скорее по инициативе брокеров, чем в результате действий государства. Од-

²⁹¹ Подробнее о попытках создания центрального банка см.: Grossman R. S. *Unsettled Account. The Evolution of Banking in the Industrialized World since 1800* / Grossman R. S. – Princeton: Princeton University Press, 2010. – P. 222–225.

²⁹² Подробнее о возникновении рынка ценных бумаг в США см.: Downing N. W. *Transatlantic Paper and the Emergence of the American Capital Market* / N. W. Downing // *The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets* / Ed. by W. N. Goetzmann, K. G. Rouwenhorst. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – P. 271–298; Sylla R. *Comparing the UK and US financial systems, 1790–1830* / R. Sylla // *The Origins and Development of Financial Markets and Institutions. From the Seventeenth Century to the Present* / Ed. by J. Attack, L. Neal. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 209–240. Гейст Ч. Р. *История Уолл-стрит* / Ч. Р. Гейст. – М.: Изд-во «Квартет-Пресс», 2001. – С. 19–21; Ротбард М. *История денежного обращения и банковского дела в США. От колониального периода до Второй мировой войны* / М. Ротбард. – Челябинск: Социум, 2005. – С. 65–69. Wright R. E. *The first Wall Street: Chestnut Street, Philadelphia, and the birth of American finance* / R. E. Wright. – Chicago: University of Chicago Press, 2005. – P. 147–163.

нако в целом рынок ценных бумаг США в то время имел весьма небольшой объем и был фрагментированным.

Первая фондовая биржа была создана в Нью-Йорке в 1792 г. после того как 24 брокера, по сложившейся среди них традиции собиравшиеся на Уолл-Стрит в тени под большим платановым деревом, подписали Баттонвудское соглашение (buttonwood – платан) о едином уровне комиссионного вознаграждения (минимум 0,25%) и о взаимных льготах. В это время на рынке ценных бумаг США обращались государственные облигации, а также облигации нескольких нью-йоркских банков и Нью-Йоркской страховой компании (New York Insurance Company).

В те годы всеобщее внимание привлекла скандальная история спекулятивных операций Уильяма Дьюера, нью-йоркского судьи и депутата Конгресса. В 1787 г. Дьюер нажил огромное состояние на спекуляции земельными участками и ценными бумагами. Казначейство выдвинуло против него обвинение в должностном преступлении, и Дьюер, полностью к тому времени разорившийся, оказался в долговой тюрьме. Даже вмешательство Александра Гамильтона не помогло, и в 1799 г. Дьюер умер в заключении. В США это была первая история быстрого возвышения и такого же быстрого падения финансового авантюриста.

В 1817 г. в Нью-Йорке была официально создана частная биржа – The New York Stock Exchange Board. Вначале операции на этой бирже были немногочисленными (в 1815 г. котиrowались 23 наименования ценных бумаг, в 1830 – 31), а предпочтение отдавалось надежным государственным ценным бумагам и акциям банков. Операции с ценными бумагами на Нью-Йоркской бирже активизировались после 1830 г., когда началось массовое строительство каналов (особенно, крупнейшего канала Эри) и железных дорог, после чего на рынке стало появляться все большее количество акций железнодорожных компаний. В 1848 г. Нью-Йоркская биржа получила современное название – New York Stock Exchange (NYSE).

Финансовый кризис 1819 года

Первый в США финансовый кризис произошел в 1819 г. – его причинами стали быстрое увеличение денежной массы, рост необеспеченных банковских кредитов и нарастающая напряженность в американской финансовой системе в 1815–1818 гг.

Только лишь за один 1815 г. количество банков выросло с 208 до 246, многие из них имели право эмиссии банкнот. Объем находившихся в обращении банкнот увеличился с 46 млн до 68 млн долларов (наиболее крупные эмиссии были произведены в 1815 г. в Нью-Йорке и в 1816 г. в Пенсильвании). Возрастала потребность в унификации процедуры выпуска банкнот, как и в наведении хотя бы условного порядка в банковской системе. С этой целью Конгрессом в 1816 г. была предпринята попытка повторно учредить центральный банк – Second Bank of the United States.

Начав работу в январе 1817 г., он должен был взять на себя некоторые функции центрального банка. Именно этот банк сыграл основную роль в кредитном буме, и к началу 1818 г. общая сумма выданных им не обеспеченных кредитов достигла 41 млн долларов²⁹³. Кредитный бум продолжался, однако банк, вместо того, чтобы стать сдерживающей силой, способствовал нарастанию ажиотажа. Учреждение новых банков, как правило мелких, также не удалось упорядочить. Деньги, полученные по кредитам, чаще всего использовались для спекулятивных операций с землями на западе США, а полученная прибыль перетекала на восток, где вкладывалась в строительство коммерческой недвижимости в крупных городах, особенно в Нью-Йорке.

Вслед за недолгим кредитным бумом последовала кратковременная экономическая экспансия, по сути своей совершенно искусственная. А когда Second Bank of the United States стал сокращать рискованные кредиты и потребовал погашения платежей по бывшим у него векселям других банков, начался кризис. Вслед за ним наступила депрессия 1819–1821 гг., приведшая к увеличению безработицы и прекращению ряда строительных инвестиционных проектов, начатых во время кредитного бума.

Следующий кризис 1825 года затронул США, однако в гораздо меньшей мере, чем Великобританию – в 1826 году экспорт снизился на 22%, импорт – на 12%²⁹⁴. На металлургическую и угледобывающую промышленность кризис практически не повлиял.

²⁹³ Rothbard M. The Panic Of 1819: Reactions and Policies / M. Rothbard. – Auburn (Alabama): Ludwig von Mises Institute, 2007. – P. 9–13.

²⁹⁴ Clark V. History of Manufactures in the United States / V. Clark. – 2 vols. Vol. 1. – New York: McGraw Hill, 1929. – P. 566.

В 1830-е в США годы начался бурный экономический подъем²⁹⁵, однако по технологическому уровню зарождающаяся американская промышленность значительно уступала английской. Для модернизации промышленных предприятий массово экспортировалось британское оборудование и прочие товары, а британские банки предоставляли обширные кредиты для этих операций. По оценке президента США Эндрю Джексона (занимал пост в 1829–1837 гг.) общая совокупная задолженность отдельных штатов и американских компаний европейским кредиторам достигала 200 млн долларов и большая часть этой задолженности возникла именно в 1830-е годы²⁹⁶.

В США было направлено огромное количество британских инвестиций и товаров. К тому же, английская текстильная промышленность была основным потребителем американского хлопка (главного товара в экспорте из США), и колебания спроса на хлопок в Англии сразу же отзывались на состоянии американской экономики. Взаимная зависимость США и Великобритании, основанная на экспорте хлопка, создала целую «трансатлантическую хлопковую экономику», обладавшую своей сложной и хрупкой архитектурой, тонкости которой в те годы мало кто понимал.

В основе движения потоков капиталов, связанных с хлопковой торговлей, был учёт в Англии векселей, обеспеченных партиями хлопка. Такая практика была общераспространенной в торговле того времени, и в 1830-е годы операции с покупкой и продажей «хлопковых» векселей стали крупным и весьма разветвленным бизнесом, в который были вовлечены многочисленные брокеры. Этот бизнес к середине 1830-х годов стал гораздо более масштабным, чем в 1820-е годы, и стабильность всей системы зависела от готовности Банка Англии принимать к учету те хлопковые векселя, которые считались надёжными. От количества дисконтированных векселей зависела процентная ставка учета и прибыль от этой операции. Кроме того, с денежными потоками, созданными операциями с хлопком, было связано большинство новых банков, учрежденных с 1830 по 1836 гг.

²⁹⁵ С 1830 по 1837 гг. добыча угля выросла на 266%, выплавка чугуна на 47%, сбор хлопка на 94%, объём экспорта – на 81%, объём импорта – на 137%, количество банков – на 139% (с 330 до 788).

²⁹⁶ Богарт Э. Л. Экономическая история Соединенных Штатов / Э. Л. Богарт. – М.: Экономическая жизнь, 1927. – С. 165.

Британские капиталы поступали в США в виде кредитов отдельным штатам на создание банков, строительство каналов, железных дорог и на другие проекты. Однако значительная часть этих кредитов была использована для спекулятивных операций с земельными участками, приобретших в США в 1830-е годы небывалый размах. Когда во время общего подъема 1830-х годов, предшествовавшего кризису, в США, как и в Англии, расцвело акционерное учредительство (в основном создавались новые банки и первые железнодорожные компании), особенностью спекулятивного ажиотажа стала спекуляция государственными землями во время их распродажи²⁹⁷.

Большую часть земель, проданных за время спекулятивного бума, спекулянты покупали по установленной государством низкой цене 1,25 доллара за акр, затем перепродавая земли по частям переселенцам по завышенной цене, доходившей до 25 долларов за акр. Банки не только финансировали эти спекулятивные операции, но и сами принимали в них активное участие, используя для приобретения больших земельных участков выпускавшиеся ими же банкноты (в то время в США право эмиссии банкнот имели различные банки). Немало банков было учреждено во время грюндерского бума 1830-х годов исключительно с целью спекуляции земельными участками, используя для этого право эмиссии банкнот. Так как эмиссия банкнот контролировалась плохо, а её правила грубо нарушались, это вело к быстрому обесцениванию бумажных денег. С 1830 по 1837 г. количество американских банков увеличилось с 330 до 788, а сумма выпущенных ими банкнот выросла в 2,5 раза. Кроме банков учредительский ажиотаж коснулся железнодорожных компаний – большинство из них, как и в Англии, создавалось исключительно с целью биржевой игры с выпущенными акциями, а постройка железных дорог имела второстепенное значение²⁹⁸.

Так в 1830-е годы наиболее предрасположенными к кризису среди развивающихся стран стали именно Соединенные Штаты.

²⁹⁷ Если в 1823–1832 гг. продавалось государственных земель в среднем по 1,3 млн акров в год, то в 1833 г. объем проданных земель вырос до 3,9 млн, в 1834 г. – 4,7 млн, в 1835 г. – 12,6 млн, в 1836 г. – 20,1 млн. С началом кризиса продажа земель резко упала до 5,6 млн в 1837 г. и 1,2 в 1841 г. (Guetter F. *Statistical Tables Relating to the Economic Growth of the United States* / F. Guetter, A. McKinley. – Philadelphia: McKinley Pub. Co., 1924. – P. 29).

²⁹⁸ Только лишь в штате Мэн в 1836–1837 гг. было учреждено 235 акционерных компаний, больше чем за 10 предыдущих лет (Forman S. *The Rise of American Commerce and Industry* / S. Forman. – N.Y.: Century, 1927. – P. 150).

Европейские инвесторы, прежде всего британцы, влили в эту страну огромные капиталы, приобретая преимущественно облигации отдельных штатов и каналов, а также ценные бумаги железных дорог.

Кризис 1837 г.

Спекулятивный ажиотаж вокруг операций с земельными участками стал основной причиной кризиса 1837 г. в США. Подогревался этот ажиотаж британскими капиталами, вкладывавшимися как непосредственно в земельные участки, так и в финансирование банков, создававшихся для спекуляций с земельной недвижимостью. За счёт английских кредитов финансировался и весь импорт британских товаров, что вело к переполнению и без того уже перегруженного рынка и приближало начало кризиса.

Неурожай зерна в 1836 г. и необходимость его экспорта привел к повышению цен на продукты питания и снижению спроса на промышленные товары (в основном импортированные из Великобритании), рынок которых и без того уже был переполнен. «Никогда ранее не было такого быстрого роста стоимости жизни, как во время спекулятивного бума 1830-х годов» – с 1834 по 1836 г. она выросла на 66%, и рост заработной платы «не мог угнаться за таким ростом цен»²⁹⁹.

Первые признаки приближения кризиса появились весной 1836 г., когда из-за роста напряженности на британском финансовом рынке сократился приток английских капиталов в США. Началось снижение цен на хлопок, а затем и курсов акций железных дорог. Кризис в Англии лишил американских предпринимателей возможности брать кредиты в английских банках. Когда большая часть инвестиционных проектов оказалась лишённой перспектив, иностранные инвесторы стали активно избавляться от рискованных американских активов. Результат был предсказуем: спекулятивный бум закончился банкротствами и в Великобритании, и в США.

На приближение начала кризиса повлияло и закрытие в марте 1836 г. по указу президента Джексона центрального банка, повторно открытого в 1816 г. (с 1823 г. им руководил Николас Биддл, из-

²⁹⁹ Dulles F. R. *Labor in America* / F. R. Dulles. – N. Y.: Thomas Y. Crowell Company, 1949. – P. 54, 55.

вестный в то время финансист). Банк противодействовал избранию Джексона президентом, и после победы на выборах тот стал активным противником самой идеи существования в США центрального банка.

Срок лицензии банка истекал 3 марта 1836 года, и президент Джексон еще в 1832 г. заявил, что не будет её продлевать. Затем по его распоряжению депозиты федерального правительства на сумму 30 млн долларов (около 30% от общей суммы правительственных депозитов, размещенных в различных банках) были перемещены из Second Bank of the United States в иные банки. За три года объём депозитов сократился в два раза, что значительно ослабило банк. К апрелю 1836 г. действовало лишь пять из ещё недавно многочисленных филиалов. Так как через банк шли значительные потоки банкнот, он выполнял роль регулятора денежного обращения, его ослабление по инициативе президента Джексона приблизило наступление кризиса.

Начало кризиса подтолкнул и указ президента от 11 июля 1836 года, согласно которому покупка земельных участков должна была оплачиваться всеми кроме реальных переселенцев не банкнотами, а золотом. Земельная спекуляция значительно сократилась – в конце 1836 г. продажа государственных земель уменьшилась на 30% по сравнению со средним уровнем предыдущих месяцев. Цена на землю быстро упала, и участки, ещё недавно продававшиеся по 10 долларов за акр, теперь оценивали по 3 доллара³⁰⁰.

Возникший дополнительный спрос на золото сразу же дестабилизировал многие банки, специализировавшиеся на финансировании земельной спекуляции с помощью эмиссии банкнот, и банки начали придерживать свои золотые запасы. Кредит стал сжиматься, а стоимость частного кредита выросла до 30–36%.

Когда в Англии началось снижение курсов всех ценных бумаг, британские инвесторы стали продавать большие пакеты американских ценных бумаг, что привело к падению курсов всех ценных бумаг в США. А в апреле 1837 г. продавать крупные пакеты американских ценных бумаг стал Банк Англии – их владельцы начали от них избавляться, нуждаясь в деньгах. Многие американские компании, до того существовавшие за счет английских кредитов, сразу же обанкротились и финансовый кризис в США приобрёл особую остроту. А после распродажи по сниженным ценам

³⁰⁰ Roberts A. America's First Great Depression. Economic Crisis and Political Disorder After the Panic of 1837 / A. Roberts. – Ithaca: Cornell University Press, 2012. – P. 38.

британских товаров, запасы которых в США явно превышало реальный спрос на них, волна банкротств среди американских компаний стала массовой. Началось снятие вкладов в банках, которым пришлось приостановить размен банкнот на золото, что привело к быстрому усилению паники и волне банкротств среди банков.

В мае 1837 г. кризис достиг своего предела и перешел в спад. Учитывая зависимость финансового рынка США от английских инвестиций, кризис 1837 года имел в США более тяжелые последствия, чем в Англии – он привел к банкротству ряда банков и многих мелких предприятий, для которых жизненно важными были выгодные кредиты, и на некоторое время затормозил развитие американского рынка ценных бумаг. За время кризиса в США закрылись сотни банков, а четверть штатов объявили дефолты по выпущенным ими долговыми обязательствам.

Прекратило работу 90% всех фабрик (особенно на востоке страны), рабочих увольняли, а постройка железных дорог и каналов была приостановлена. Общие убытки, вызванные кризисом 1837 г., достигли к 1840 году 6 млрд долларов³⁰¹. Даже если эта огромная по тем временам цифра преувеличена, убытки все равно были весьма значительны. Так, во время кризиса 1837 г. потери от банкротств и обесценивания капиталов достигли 100 млн, от обесценивания банкнот – 54 млн долларов, облигаций штатов – 100 млн, акций корпораций – 80 млн, от обесценивания недвижимости – 300 млн долларов. «Путешественник, побывавший в 1840 г. в Северной Каролине, утверждал, что положение в этом крае было более тяжелым, чем где-либо. Земли.... которые ранее оценивались от 20 до 25 долларов за акр, теперь могли быть куплены по 3–5 долларов... многие участки, стоившие по 10–20 долларов за акр, были проданы шерифами по 50 центов за акр. Многие устремились в Техас и Алабаму, бросая свою недвижимость... Паника была столь сильна, разорение столь глубоким, что большое количество ферм, подготовленных к посевам или фактически засеянных, было заброшено и оставлено владельцами»³⁰².

В 1837 году Мартин ван Бюрен (президент США с 1837 по 1841 г.) перед тем как занять президентское кресло пытался объяснить, почему Соединенный Штаты и Великобритания, «самые коммерческие нации, ещё совсем недавно процветающие», внезап-

³⁰¹ Rezneck S. The Social History of an American Depression 1837–1843/ S. Rezneck // The American Historical Review. – 1935. – July. – P. 662.

³⁰² McGrane R. The Economic Development of the American Nation / R. McGrane. – Boston: Ginn and Company, 1942. – P. 118, 141.

но столкнулись с кризисом. «И в той и в другой стране наблюдалась избыточность бумажных денег и кредитных инструментов, одинаковые спекулятивные настроения; одни и те же частичные успехи; одни и те же проблемы и неудачи; и наконец, практически идентичные катастрофы»³⁰³.

Американский рынок ценных бумаг в 1840-е годы

После кризиса рынок ценных бумаг США отличался повышенной нестабильностью. В 1838 г. началось восстановление активности рынка, но оно оказалось весьма непродолжительным, и с 1839 г. страна вступила в длительный период экономической депрессии, иногда называемый «первой американской великой депрессией». Общие убытки в 1837–1841 гг. от снижения курса акций, снятия депозитов и обесценивания недвижимости достигли 1 млрд долларов.

Однако в конце 1830-х годов к американскому рынку ценных бумаг стал проявлять интерес лондонский банкирский дом Н. Ротшильда. Представителем Ротшильда в США был известный в те годы агрессивным стилем ведения бизнеса финансист Огаст Бельмон, по слухам – внебрачный сын одного из Ротшильдов. Опираясь на финансово влияние Ротшильдов, основанный О. Бельмоном банкирский дом вскоре оттеснил основного конкурента – дом братьев Бэринг (Baring Brothers), и стал крупнейшим кредитором правительства США. Однако распространенная в то время в американском обществе неприязнь к иностранным кредиторам, в частности, к Ротшильдам и другим частным банкирским домам, основатели которых были преимущественно немецко-еврейского происхождения (Джозеф Селигман, братья Лазард из Нового Орлеана и др.) нередко приводила к невыполнению должниками финансовых обязательств (в частности, уклонение от уплаты процен-

³⁰³ Цит. по: Рубини Н. / Нуриэль Рубини: как я предсказал кризис: экстренный курс подготовки к будущим потрясениям / Н. Рубини, С. Мим. – М.: Эксмо, 2011. – С. 146. И действительно, «хотя Соединенным Штатам на протяжении 1830-х годов не было равных в их необузданном стремлении к рискованным банковским операциям и в спекуляции недвижимым имуществом, британцы, в свою очередь, создали сопоставимый “пузырь”, полный необдуманного расширения кредита и дикой спекуляции» на основе текстильного производства и строительства железных дорог. А когда американская экономика рухнула, то же произошло и с британской. «Тот кризис нельзя было воспринимать как перенос инфекции от больной экономики на здоровую; обе экономики заболели практически в одно и то же время» (Там же, с. 146).

тов). Поэтому рынок ценных бумаг США считался тогда в высшей степени рискованным³⁰⁴.

К 1840-м годам американский рынок ценных бумаг стабилизировался и доверие к нему стало возрастать благодаря начавшему периоду его ускоренного роста. Уже в 1830 г. количество компаний, проводивших в США операции на рынке ценных бумаг (226) стало большим, чем количество таких компаний в Англии (206), где они начали создаваться гораздо раньше³⁰⁵.

В быстром развитии этого рынка свою роль сыграло изобретение Сэмюэлем Морзе в 1844 году телеграфа, сразу получившего распространение в американской финансовой сфере, обеспечивая оперативную передачу финансовой информации. В середине XIX века в США уже было проложено более 10 тысяч миль телеграфных линий (в Англии в то время – немногим больше тысячи миль).

В США на протяжении 1840-х годов объем производимой продукции во всех секторах промышленности вырос на 200–400% в отличие от 50%–70% в Великобритании. Однако хотя по темпам экономического роста США всё больше опережали Великобританию, по абсолютным показателям Англия продолжала лидировать со значительным отрывом от других стран³⁰⁶. Новый подъем начался в США, как и в Англии, в 1843 г. В отличие от подъема середины 1830-х годов, он не был основан ни на притоке иностранных инвестиций, ни на каком-либо существенном кредитном буме – сказывались значительные потери кредитно-финансовой системы во время кризиса 1837 г. Движущими силами нового подъема стал рост населения США (в 1840-е годы с 17,1 до 23,2 млн) и освоение новых земель. Доходы от сельского хозяйства выросли в 1,35 раза (особенно после неурожая в 1846 г. в странах Европы и резкого повышения спроса на американское зерно). Рост в аграрном секторе

³⁰⁴ Чтобы повысить стабильность рынка, в 1841 г. в Нью-Йорке Льюисом Таппеном было создано рейтинговое агентство (с 1933 г. получило название Dun and Bradstreet, под которым оно существует и сегодня).

³⁰⁵ Sylla R. Comparing the UK and US financial systems, 1790–1830 / R. Sylla // *The Origins and Development of Financial Markets and Institutions. From the Seventeenth Century to the Present* / Ed. by J. Attack, L. Neal. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 224–225; Sullivan R. Regulatory changes and the development of the US banking market, 1870–1914: A study of profit rates and risk in national banks / R. Sullivan // *The Origins and Development of Financial Markets and Institutions. From the Seventeenth Century to the Present* / Ed. by J. Attack, L. Neal. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 262–294).

³⁰⁶ Так, в 1836–1846 гг. добыча угля в Англии выросла с 30,4 до 40,7 млн т. (на 47%), в США с 1,1 до 4,8 млн т (на 336%); выплавка чугуна – в Англии с 1219 до 2032 млн т (на 67%), в США с 247 до 813 млн т (на 229%)

создал дополнительный спрос на продукцию промышленности. Но главным фактором подъёма 1840-х годов (особенно в тяжелой промышленности) стал железнодорожный бум – темпы прироста железнодорожной сети возрастали, и потребность в металле значительно превышала возможности американской промышленности³⁰⁷.

В целом, кризис 1847 г. ощущался в США гораздо слабее, чем другие кризисы (в частности, в 1837 г.). Революции 1848 г. во Франции, Германии и других странах Европы привели к выводу значительных капиталов из этих стран и перемещению их в США. Такой прилив капиталов сопровождался устойчивым ростом американского экспорта, приносившего стабильные доходы. К тому же, во время подъёма 1840-х годов не было такой кредитной экспансии, как в 1830-е годы, и к моменту наступления в Европе кризиса кредитно-финансовая система США была вполне устойчивой. Курсы железнодорожных акций снизились в среднем на 10%, экспорт на 14%, оптовые цены – на 9%.

Все это дало возможность пройти через кризис 1847 г. относительно спокойно. Промышленность была загружена военными заказами, связанными с Американо-мексиканской войной 1846–1848 гг. Война стимулировала рынок, а после ее завершения к США отошли обширные новые земли (Аризона, Техас, Невада и Калифорния). В Калифорнии в начале 1848 г. там были найдены запасы золота и началась «золотая лихорадка», а поступление на рынок большого количества драгоценного металла оживило финансовую систему США в 1850-е годы и обеспечивало дальнейший экономический подъём.

На динамичное развитие рынка ценных бумаг в США значительное влияние имел способ организации финансовой системы, для которой, как и в Великобритании, с самого начала её истории была характерна повышенная децентрализация. Это делало ее более нестабильной, но и способствовало концентрации капиталов, обеспечивая значительные перспективы для роста.

³⁰⁷ Более 70% рельсов и других металлоизделий для железных дорог в 1840-е годы импортировались. За счёт высоких темпов экономического роста высокой была и норма прибыли – в легкой промышленности в среднем 10–25%.

Рынок ценных бумаг в немецких государствах

Конфедерация немецких государств

К началу XIX в. на территории Германии существовало 39 отдельных государств, крупнейшим из которых была Пруссия со столице в Берлине. В 1815 г. была создана Немецкая конфедерация – свободное объединение немецких государств. Основную роль в конфедерации играла Пруссия, поглотившая многие земли на западе после поражения Наполеона и оказавшаяся в привилегированном положении, поскольку на ее территории находились основные природные ресурсы (в том числе уголь и железная руда). Чтобы повысить свой экономический потенциал, Пруссия в 1820-е годы активно импортировала из Англии паровые машины и станки (часто нелегально), а в 1840-е годы основной движущей силой индустриализации стало строительство железных дорог.

Аристократические элиты, управлявшие многочисленными мелкими германскими государствами, не были заинтересованы в экономическом развитии своих княжеств, они стремились сохранить локальные традиции своих княжеств. Каждое из них брало свою пошлину, сдерживая развитие торговли. Поэтому немецкая финансовая и банковская системы в первой половине XIX в. были ещё мало развиты, что тормозило общее экономическое и промышленное развитие немецких земель в первой половине XIX века.

Задержка в экономическом развитии германских государств отчасти была связана с тем, что с началом колониальной эпохи появились новые торговые пути, и маршрут по Рейну, по которому когда-то везли товары из Южной Европы в Северную давно уже утратил свое значение, как и некогда знаменитый Ганзейский союз. Несмотря на это в Германии с XVIII в. сложилась достаточно развитая финансовая культура, связанная с частными банкирскими домами – Ротшильды и Гольдшмидты из Франфурта, Оппенгеймы в Кельне, Бишофсхеймы в Майнце. Эти династии с помощью семейных альянсов и выгодных браков создали сложную сеть неформальных родственных и личных деловых связей, основав в эпоху Наполеона банкирские дома в Брюсселе, Вене, Лондоне и Париже. Так, Соломон Оппенгейм, подобно братьям Берингам расширил семейный бизнес и основал в 1789 г., в возрасте 17 лет, весьма успешный банковский дом в Кельне. Его сын Симон фон Оппенгейм, получивший за заслуги от кайзера аристократический

титул, финансировал создание на территории Германии первых железных дорог (в частности, Рейнский железнодорожный консорциум).

Акционерные компании в Германии развивались медленнее чем в Англии и Франции, хотя еще в XV и XVI веках существовали торговые товарищества (таким товариществом было Gesellschaft des Zeynnhandels в Мейссене). Достаточно много черт акционерной компании имело основанное в 1726 г. коммандитное «общество на акциях» Uglær Woll und Tuchsocieta. Акционерными компаниями в современном смысле можно считать Гамбургское страховое общество (основано в 1765 году) и Берлинское страховое общество (основанное в 1812 году и страховавшее преимущественно от пожаров). В дальнейшем, в 1820-е годы, на территории немецких государств, и прежде всего в крупнейшем из них, Пруссии, стали появляться многочисленные страховые общества различного профиля и размеров, а их акции начали активно торговаться на биржах, периодически создавая спекулятивный бум.

Франкфуртская и Берлинская биржи

Франкфурт с конца XVII – начала XVIII вв. был основным финансовым центром на территории Германии. Видимо, не случаен тот факт, что братья Ротшильды, как и некоторые другие частные банкиры, были родом именно из Франкфурта³⁰⁸. Франкфуртская биржа была старейшей немецкой биржей (как и Гамбургская, основанная в 1583 г.). С XVI века Франкфурт был знаменит своей ярмаркой, на которой совершались крупные сделки с векселями, большую часть которых традиционно контролировали еврейские маклеры³⁰⁹. В 1820-е годы международное значение Франкфурт-

³⁰⁸ Подробнее о становлении Франкфурта как финансового центра см.: Ullman H.-P. Staat und Schulden. Öffentliche Finanzen in Deutschland seit dem 18. Jahrhundert / H.-P. Ullman H.-P. – Göttingen: Vandenhoeck & Ruprecht GmbH & Co., 2009. – S. 109–126; Holtferich C.-L. Frankfurts Weg zu einem europäischen Finanzzentrum / C.-L. Holtferich // Europas Finanzzentren. Geschichte und Bedeutung im 20. Jahrhundert [Ed. Christoph Maria Merki]. – Frankfurt / New York: Campus Verlag, 2005. – S. 53–82. Tilly R. Financial Institutions and Industrialization in the Rhineland, 1815–1817. – Maddison: Univ. of Wisconsin Press, 1966. – P. 117–118; Holtferich C.-L. Frankfurt As a Financial Centre. – Berlin: Verlag C.H. Beck, 1999. – 365 p. – P. 161–163.

³⁰⁹ В XVII веке среди них приобрел известность Глюкель фон Гамельн, контролировавший торговлю векселями и «прочими бумагами». В это время Франкфурт становится, по словам В. Зомбарта, «филиалом Амстердама». Торговля векселями (и «прочими бумагами») во Франкфурте была тесно связана с Гамбургом, еще одним

ской биржи начало возрастать, главным образом благодаря тому, что это был основной рынок для австрийских государственных облигаций, и начиная с 1825 г. на этой бирже действовала организованная группа из 58 банкиров. Но в дальнейшем, особенно после объединения Германии в 1871 г., Франкфурт все больше утрачивал свое значение основного немецкого финансового центра. Таким центром стал Берлин.

В Берлине первые сообщения о маклерах, занимавшихся весельными операциями, относятся к 1802 году. Берлинская биржа активизировала свою деятельность в 1830-е годы (хотя основное значение эта биржа приобрела гораздо позже, после объединения Германии). В это время значение Берлина как финансового центра было невелико, хотя в этом городе и было несколько достаточно крупных частных банкирских домов, в частности, Mendelssohn & Co, имевший деловые связи с Российской империей.

Кризисы 1825 и 1936–1837 гг. в Германии

Неразвитость германской экономики не означала, что она не была подвержена кризисам – примером тому были события 1825 г., отозвавшиеся общим спадом в Германии и волной банкротств в начале 1826 года. Курсы ценных бумаг начали падать и многие из них обесценились, а из 1200 торговых и банкирских домов можно было насчитать не более 20, векселя которых принимались к учету в 1826 году.

В 1830-е годы начался новый подъем. Как и во Франции, в Германии годы перед кризисом были отмечены ростом промышленного производства. Этот рост особенно ускорился после создания в 1834 г. Германского таможенного союза, что стало важным шагом к объединению многочисленных и преимущественно мелких германские государства. Начали строиться первые железные дороги, хотя их длина была пока ещё незначительной³¹⁰. К 1837 г. в

важным центром финансовых услуг и операций векселями (торговля акциями, происходившая под прикрытием частных страховых компаний, занимавшихся морским страхованием, в Гамбурге в начале XVIII века была запрещена) (Зомбарт В. Торгаши и герои. Евреи и экономика // Собр. соч. в 3 т. Т. 2. / В. Зомбарт. – СПб.: Владимир Даль, 2005. – С. 225–226, 236).

³¹⁰ Добыча угля с 1830 по 1837 г. выросла на 50%, выплавка чугуна – на 21%, экспорт на 19%. По всем этим показателям Германия значительно отставала от Франции, не говоря уже о Великобритании. Так, длина железных дорог в Германии в

германской экономике накопилось достаточно внутренних предпосылок для кризиса, однако из-за влияния британского экспорта товаров и капиталов этот кризис ещё не был самостоятельным и возник под влиянием кризиса в Англии.

«Известно, что ни одна европейская страна так непосредственно, так широко и так сильно не подвергается влиянию английских кризисов, как Германия. Причина этого проста: Германия является для Англии самым большим рынком сбыта на континенте, а главные предметы экспорта Германии, шерсть и хлеб, находят в Англии свой самый значительный сбыт»³¹¹. И действительно, с 1836 по 1842 г., во время спада в британской экономике, экспорт английских товаров в Германию вырос с 4,5 млн фунтов до 6,3 млн (на 38%)³¹² и по размерам британского экспорта Германия была на втором месте после США, а в отдельные годы (1837, 1840, 1842 гг.) даже выходила на первое место.

Первые признаки кризиса Германия ощутила в 1836 г., когда была повышена ставка учета векселей с 4% до 5%. В 1837 г. экспорт снизился на 8%, индекс цен на промышленное сырьё также снизился на 8%³¹³. Впрочем, гораздо большее значение для германской экономики имело даже не снижение экспорта, а обострение конкуренции с английскими товарами³¹⁴. Германия по сути ничего

1837 г. была 96 км, во Франции – 195, в Англии – 871 км; выплавка чугуна в Германии составляла 163 тыс. тонн, во Франции – 332 тыс. тонн, в Англии – 1219 тыс. тонн; добыча угля в Германии достигла 2,1 млн тонн, в то время как во Франции – 3 млн тонн, в Англии – 30,5 млн тонн (Мендельсон Л. А. Теория и история экономических кризисов и циклов. В 3 т. Т. 1. / Л. А. Мендельсон. – М.: Изд-во социально-экон. лит-ры, 1959. – С. 411).

³¹¹ Маркс К. Второй международный обзор / К. Маркс, Ф. Энгельс // Собрание сочинений. – Т. 7. – <http://coollib.net/b/122603/read>.

³¹² Porter G. R. The Progress of the Nation: In Its Various Social and Economical Relations, from the Beginning of the Nineteenth Century / G. R. Porter. – London: J. Murray, 1851. – P. 364.

³¹³ Dieterici K. Der Volkswohlstand im preussischen Staate: in Vergleichungen aus den Jahren vor 1806 und von 1828 bis 1832, so wie aus der neuesten Zeit, nach statistischen Ermittlungen und dem Gange der Gesetzgebung aus amtlichen Quellen / K. Dieterici. – Berlin: Druck und Verlag von Ernst Siegfried Mittler, 1846. – S. 238.

³¹⁴ Усиление кризиса в Англии подталкивало британских экспортёров снижать цену на свои товары, чтобы любой ценой сохранить объём экспорта. Для Германии это означало, что импорт более дешевого английского сырья оказывался выгоднее, чем производство этого сырья немецкими производителями. Эти тенденции коснулись в Германии прежде всего текстильной промышленности, использовавшей импортные из Англии полуфабрикаты (преимущественно пряжу). Металлургическая промышленность, слабо развитая в Германии в те годы, снизила выплавку чугуна лишь на 4% – она не зависела от экспорта из Великобритании, а зарождавшееся же-

не могла противопоставить английской конкуренции, так как Таможенный союз был не настолько прочен, а среди промышленников и предпринимателей было много приверженцев свободной торговли – приобретение дешевого британского сырья для текстильной промышленности было экономически выгодным и обещало дополнительную прибыль. В таких условиях единственным способом выдерживать конкурентную борьбу было сохранение относительно низкой оплаты труда, что позволяло Германии всё же экспортировать свою промышленную продукцию. В целом кризис 1837 г. в Германии не был ни продолжительным, ни глубоким.

Как и во многих других странах, 1840-е годы в Германии были отмечены железнодорожным бумом. С 1837 по 1848 г. было проложено 5000 км железнодорожных линий (в соседней Франции – 1628 км). Инвестиции в железнодорожные проекты за эти годы выросли с 21 до 454 млн марок. Во время подъёма 1840 годов выпуск продукции в различных отраслях промышленности вырос на 40–80%³¹⁵.

Однако большую часть необходимого для железнодорожных проектов металла Германия импортировала в Англии, и прибыль от реализации этих проектов также доставалась английской промышленности, получавшей дополнительные заказы. В эти годы в Германии ещё не было крупной промышленности, и преобладали мелкие предприятия с ручным трудом. И даже Берлин, в котором было большое количество фабрик, в 1840-е годы называли «городом ремесленников».

Политическая раздробленность Германии была основным тормозящим фактором, и даже при создании железнодорожной сети каждое из 34 германских государств строило дороги для своих локальных целей. Единую систему эти дороги образовали только в 1850-е годы. Раздробленность была основной причиной того, что подъём 1840-х годов в Германии был невыразительным, а экспорт вялым. Из-за неразвитости кредитной системы и узости финансового рынка спекулятивного бума в 1840-е годы фактически не было, а курсы германских железнодорожных бумаг в это время не росли. К тому же 1841–1842 гг. была достаточно сильная экономическая депрессия – цены на промышленные товары снизились на

железнодорожное строительство создавало устойчивый спрос на металл и изделия из него, так же как и на добычу угля.

³¹⁵ Kuczynski J. Die Geschichte der Lage der Arbeiter unter dem Kapitalismus: Die Geschichte der Lage der Arbeiter in Deutschland von 1789 bis in die Gegenwart / J. Kuczynski. – Berlin: Tribüne, 1955. – S. 49.

10%, добыча угля – на 7%, выплавка чугуна – на 7%, потребление хлопка – на 15%, постройка железных дорог – на 34%.

Формирование рынка ценных бумаг в Австрийской империи

Габсбургская монархия в центре Европы

Австрийская империя была создана в 1804 г. и, политически ослабев после революции 1848 года, существовала до 1867 г., когда после объединения с Венгрией была образована Австро-Венгерская империя. Столица монархической династии Габсбургов – Вена, древний город в центре Европы, имел гораздо более давние традиции, чем прусский Берлин. «Римляне заложили этот город как цитадель, как форпост, чтобы защитить латинскую цивилизацию от варваров... и более чем тысячу лет... здесь сходились все течения европейской культуры... стихийно каждый гражданин этого города воспитывался наднационально, как космополит, как гражданин мира»³¹⁶.

Особенности экономического развития Австрии определялись спецификой территории – многочисленные горы (Альпы, Карпаты и др.) усложняли транспортировку сырья и продукции, а наличие единственного морского порта Триест не способствовало активной внешней торговле.

Темпы экономического развития Австрии в XVIII веке вполне соответствовали средним европейским стандартам, особенно в период «просвещенного абсолютизма» при императрице Марии Те-

³¹⁶ «Едва ли в каком-либо другом городе Европы тяга к культуре была столь страстной, как в Вене. Именно потому, что Австрия уже несколько столетий не имела политических амбиций, не знала особых удач в своих военных походах, национальная гордость сильнее всего проявилась в желании главенствовать в искусстве... Готовый воспринять и наделенный особым даром к восприимчивости, этот город притягивал к себе самые полярные силы, разряжал, высвобождал, сочетал их... Было чудесно жить здесь, в этом городе, который радушно принимал все чужое и охотно отдавал свое; в его легком, подобном парижскому, окрыляющем веселостью воздухе было более чем естественно наслаждаться жизнью. Да, Вена была городом наслаждений; но что же такое культура, если не извлечение из грубой материи жизни самого тонкого, самого нежного, самого хрупкого — с помощью искусства и любви» (Цвейг С. Вчерашний мир. Воспоминания европейца / С. Цвейг. – М.: Радуга, 1991. – С. 25–26. – http://www.belousenko.com/wr_Zweig.htm).

резии (1717–1780, правила с 1740 по 1780 гг.)³¹⁷. Но в первой половине XIX века, во время реакции абсолютизма, символом которой стал К. Меттерних (австрийский политик и министр иностранных дел с 1809 по 1847 гг.), известный противник либерализма во всех его формах, экономическое развитие начало замедляться.

В восприятии современников Австрийская империя все больше оставалась в ушедшем XVIII веке. Причиной этого были прежде всего особенности менталитета родовой аристократии, не заинтересованной в создании промышленности и внедрении технологических инноваций. Во внешней торговле страна ориентировалась на политику протекционизма, что также не было благоприятно для быстрого экономического роста³¹⁸.

К началу XIX века в Австрийской империи промышленность была менее развита, чем в соседней Германии. Однако даже в это время динамика экономического роста (в частности, в 1830–1848 гг.) была не так уж плоха – 7% в год в угледобывающей промышленности, 7% в текстильной, 5% – в сахарной³¹⁹. Однако промышленность еще не была сконцентрирована в городских индустриальных центрах и больше значение имели мануфактуры, созданные крупными помещиками в своих имениях. Конкуренентоспособность австрийских товаров на европейском рынке была низкая, что также тормозило промышленное развитие страны.

Первые акционерные компании (в том числе производившая кирпич компания *Wienberger*) были основаны в Вене еще 1719 году. Но, как и во многих других странах, решающим толчком для индустриализации и создания промышленных предприятий стало железнодорожное строительство начатое в 1840-е годы³²⁰.

Еще в 1824 г. Франц Антон фон Герстнер получил право на постройку дороги на конной тяге между Маутхаузенем и Будвайсом. Но так как найти источники финансирования этого проекта не

³¹⁷ Л. фон Мизес считал, что в это время политика австрийского правительства, в том числе снижение налогов, пошла на пользу крестьянству (Mises, L. von. *Die Entwicklung des Gutsherrlich-Bauerlichen Verhältnisses in Galizien (1772–1848)* / Mises, L. von. – Wien und Leipzig: Franz Deuticke, 1902. – S. 78).

³¹⁸ Влиятельные политические партии были сторонниками аграрного хозяйства и негативно относились к развитию промышленности, приводящему к уменьшению политического влияния аристократии – крупных землевладельцев. Консервативно настроенные помещики сознательно и целенаправленно стремились к тому, чтобы не допустить развития промышленности.

³¹⁹ Шимов Я. *Австро-Венгерская империя* / Я. Шимов. – М.: Эксмо, 2003. – С. 227.

³²⁰ В Габсбургской империи на протяжении длительного времени основные перевозки грузов происходили водным путем по Дунаю (этот путь сохранил свое значение даже после появления железных дорог).

удалось, в 1825 г. Ф. Герстнер продал это право Первому Австрийскому железнодорожному обществу, основанному известными венскими торговыми домами Г. фон Геймюллера, С. фон Годоса, И. Штамеца. Это общество и начало строительство дорог³²¹.

Поиск источников финансирования строительства первых железных дорог и промышленных предприятий представлял собой серьезную проблему как по причине неразвитой финансовой инфраструктуры, так и потому, что богатые землевладельцы в большинстве случаев не проявляли интерес к этим проектам. Единственным возможным источником финансирования могли быть, как и в Германии, только частные банкирские дома.

Возникновение банковской системы

Банковская система в Австрии начала создаваться в XVIII веке. В начале XIX века основными источниками финансирования промышленного развития в Австро-Венгерской империи были частные банкирские дома, а рынок ценных бумаг имел второстепенное значение. Через венские банкирские дома осуществлялись все внешние займы XVIII века. Для покрытия дефицита бюджета эти дома проводили подписку на облигации, обеспечивая аккумуляцию капитала и выплату соответствующих процентов участникам операций.

Частные банкирские дома до 1848 года преобладали как источник финансовых ресурсов (во второй половине века им на смену постепенно пришли акционерные коммерческие банки). В 1820-е годы известным был банкирский дом Фрис и К (Fris), обанкротившийся в 1826 г., затем возросло значение банкирских домов Симона Г. Сина, Арнштейна и Эскелеса, Штаметц-Майера, Гаймюллера. Когда последний из банкирских домов обанкротился в 1841 году, это заметно дестабилизировало финансовую систему Австрии. Частный банкир Бернхард фон Экселес, вместе со своим партнером и родственником Натаном фон Арнштейном создавшим крупный банкирский дом, был основателем Национального банка Австрии и его директором на протяжении 23 лет.

³²¹ Подробнее о первых проектах железных дорог см.: Tools of Empire. Neue Technologien schaffen die Voraussetzungen für eine Weltpolitik im 19. und 20. Jahrhundert. 2006. – P. 16–20. – www.padhelm.zwenns-world.com/Wissensspeicher/Tools%20of%20Empire.doc; Österreichische Eisenbahnen (mit Karte). – <http://de.academic.ru/dic.nsf/eisenbahnwesens/3/%C3%96sterreichische>.

Процессы индустриализации значительно увеличили потребность в кредитах. Временами кредиты частных банкирских домов были достаточно крупными, и бравшие их предприниматели использовали кредитный капитал для создания новых промышленных предприятий.

Наиболее влиятельным из частных банков был Geld-Anstalt, частный банкирский дом Соломона Ротшильда, оказывавший значительную поддержку финансовой системе Австрии. Хотя строительство первых австрийских железных дорог финансировалось различными венскими частными банкирами³²², основная роль в этих проектах принадлежала Ротшильдами. После успешного финансирования постройки Северной железной дороги Соломон Ротшильд, как и все остальные четыре его брата, получил титул барона Австрийской империи.

В целом же, в первой половине XIX века финансовая и банковская системы Австрийской империи были развиты недостаточно. Австрийский национальный банк (Oesterreichische Nationalbank), выпускавший бумажные деньги и банкноты, в операциях с ценными бумагами ориентировался на наиболее надежные государственные облигации. Частные банкирские дома как правило не занимались финансированием промышленности. Банковский кредит обычно предоставлялся отдельным представителям аристократии, которые по персональной инициативе могли использовать его для создания промышленных предприятий.

Австрийский рынок ценных бумаг

До правления императрицы Марии Терезии (1740–1780 гг.) ценные бумаги на предъявителя, связанные с государственным долгом, в Австрии практически не использовались, и при заключении государством долговых обязательств (обычно у крупных частных банкиров) должником являлся непосредственно правящий монарх.

Во время Семилетней войны с Пруссией (1756–1763)³²³ военные расходы Австрии возросли от 115 млн гульденов в начале вой-

³²² Кроме того, в финансировании участвовали немецкие банки – Disconto-Gesellschaft, Dresdner Bank и др.

³²³ Семилетнюю войну иногда называют самой первой мировой войной, поскольку она затронула не только Европу, но и колонии в Северной Америке, на Карибах,

ны до 280 млн гульденов в 1762 г. Граф Людвиг фон Цинендорф предложил выпустить государственные облигации, которые можно было бы использовать в качестве платежного средства, после чего правительство императрицы Марии Терезы приняло решение выпустить в 1762 г. банкцетли (нем. bankozettel – «банковские записки»), ставшие первыми австрийскими ценными бумагами Венского городского банка (Wiener Stadt Banco). Этот проект был инновационным по сравнению с другими странами Европы, а о его возможных негативных последствиях для стабильности австрийской финансовой системы мало кто задумывался.

Банкцетли были чем-то средним между облигациями и казначейскими билетами. Обычно 50% платы за товары принимали монетами, а вторую половину – банкцетлями. В первые годы их обращения курс банкцетлей иногда был даже несколько выше (на 1–2%) чем серебряных гульденов. Эти ценные бумаги выпускались номиналом 5, 10, 25, 50 и 100 гульденов и предназначались для прослойки состоятельных граждан (на 5 гульденов средняя семья могла прожить месяц). Проценты по этим ценным бумагам выплачивались не по квитанции, выставляемой кредитором, а при предъявлении процентного купона, прилагавшегося к облигации. Банкцетли нередко подделывались, как и бумажные ассигнации – в частности, во Франции и во франко-итальянской Цизальпинской республике, и за это полагалось 5–10 лет тюремного заключения.

Первая официальная эмиссия банкцетлей была произведена 1 июля 1762 г. на сумму 12 млн флоринов (гульденов). Вторая эмиссия была произведена в 1771 г. после создания Венской биржи; появились банкцетли номиналом в 500 и 1000 гульденов. Третья эмиссия была в 1784 г., четвертая – в 1796 году. Пятая эмиссия была в 1800 году и последняя шестая – в 1806 г.³²⁴. Общая сумма банкцетлей в обращении увеличилось с 26,7 млн в 1793 г. до 91,8 в 1798 г. К 1807 г. банкцетлей в обращении было почти на 500 млн гульденов в 1810 г. – на 942 млн. гульденов³²⁵. По мере увеличения в обороте количества банкцетлей доверие к ним начало снижаться, а в месте с ним – их курс (в 1799 году за 100 банкцет-

Филиппинах, в Индии. В Европе основной конфликт был между Австрией и Пруссией из-за Силезии.

³²⁴ Jak u nás vznikly papírové peníze. – <http://jeremyho.blog.cz/0902/jak-u-nas-vznikly-papirove-penize-3>.

³²⁵ Österreichisch-Ungarische Monarchie (Geschichte: 1809–1815). – www.peter-hug.ch/lexikon/12_0515.

лей давали 92 гульдена серебром, в 1810 – 15 гульденов)³²⁶. «У всякого, чей капитал бы помещен в банкцеттели... состояние сократилось на 4/5»³²⁷.

Выпуском банкцетлей не удалось решить накопившиеся проблемы, а большое их количество в обороте дестабилизировало финансовую систему Австрии. В 1782 году возник дефицит государственного бюджета, возраставший примерно на 20 млн в год. В 1785 г. часть банкцетлей на сумму 7 млн была погашена и изъята из обращения, но взамен была произведена новая эмиссия на сумму 20 млн. Быстрый рост дефицита государственного бюджета стал причиной последующих эмиссий банкцетлей³²⁸. Для решения проблемы дефицита финансовых ресурсов Австрийская империя пошла по обычному в то время пути, используя внешние облигационные займы. В Англии были произведены два займа на 103 млн гульденов, но и это не помогло в устранении дефицита бюджета.

В 1794–1809 гг., когда Австрия вступила в войну с Наполеоном, военные расходы значительно возросли, достигая 150 млн флоринов в год. Так как в начале XIX в. Австрийская империя, несмотря на ее политическое значение, была небогатым государством, война с Францией истощила государственный бюджет. На содержание армии уходило 37,5% государственных доходов, на административный аппарат – 35%. Это привело к быстрому росту государственного долга (с 399 млн в 1791 г. до 680 млн в 1802 г.³²⁹).

Министерство финансов выпустило облигации военного займа. Кроме того, были выпущены так называемые «серебряные ренты» – государственные облигации, номинированные в серебряной валюте (в которой также предполагалось выплачивать и доход по ним). Облигации неплохо котировались на биржах, особенно в Париже, чему помогла привязка к серебру, и даже после того, как эти облигации были затем конвертированы в обычные, они сохранили

³²⁶ Oesterreichische Nationalbank. 1816–1818. Zeit der Gründung und des Provisoriums. – http://www.oenb.at/de/ueber_die_oenb/bankh_archiv/geschichte_der_oenb/1816_bis_1818/18161818.jsp.

³²⁷ Коллас К. Государственное банкротство и его течение / К. Коллас. – Пг., 1918. – С. 46. – www.readoz.com/publication/read?i=1044088#page2.

³²⁸ Ullman H.-P. Der deutsche Steuerstaat. Geschichte der öffentlichen Finanzen vom 18. Jahrhundert bis heute / H.-P. Ullman H.-P. – München: Verlag C.H.Beck, 2005. – S.24.

³²⁹ The schinderling inflation in Austria. – http://austrianconomics.wikia.com/wiki/Inflations_in_History#The_schinderling_inflation_in_Austria; Österreichisch-Ungarische Monarchie (Geschichte: 1809–1815). – www.peter-hug.ch/lexikon/12_0515.

свою котировку³³⁰. Но и выпуск облигаций не смог принципиально улучшить состояние австрийской финансовой системы. 15 марта 1811 г. казначейство объявило дефолт, девальвируя банкноты (общая сумма которых достигла 1060 млн гульденов), сохранившие лишь 20% стоимости. Хотя «произвольное установление курса банкнот в соотношении 100 к 500 не соответствовало вексельному курсу... в действительности банкноты достигли курса 100 к 800», вследствие чего «нельзя было вообразить себе большей пертурбации во всех денежных отношениях»³³¹.

Но даже после девальвации 1811 года, денежная система была перенасыщена банкнотами, которые принимались как средство платежа весьма неохотно. Для изъятия из оборота обесценившихся банкнот и их обмена на новые бумажные деньги (по курсу 5 к 1) в 1816 г. по инициативе министра финансов Иоганна фон Стадиона был основан привилегированный Австрийский национальный банк (Oesterreichische Nationalbank), выпустивший свои акции (известно, что среди акционеров банка был Людвиг фон Бетховен). Вместе с министерством финансов банк активно скупал золото и серебро, чтобы чеканить новые монеты вместо изымаемых бумажных денег³³². Нормализация денежного обращения дала возможность не только вернуть долг Англии по облигационным займам 1805 и 1809 гг., но и частично погасить облигации военного займа (в частности, в Галиции владельцам облигаций было выплачено более 1 млн флоринов).

Венская биржа

Основным центром операций с ценными бумагами была Венская биржа, основанная в 1771 г. Эта биржа во многом копировала Парижскую, как и ее регламент 1771 года, созданный под влияни-

³³⁰ На Лондонской бирже в 1821 г. котировался один вид таких австрийских государственных облигаций с прибыльностью 6,6% при номинальной – 5,0%. В 1883 г. на Лондонской бирже котировалось уже три вида австрийских облигаций с прибыльностью 5% и 4% (последние – номинированные в золотой валюте) (Flandreau M., Sussmann N. Old sins: Exchange Clauses and European Foreign Lending in 19th Century / M. Flandreau, N. Sussmann. – 2002. – P. 7, 14–15. – <http://www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubS-154.pdf>).

³³¹ Коллас К. Государственное банкротство и его течение / К. Коллас. – Пг., 1918. – С. 47. – www.readoz.com/publication/read?i=1044088#page2.

³³² В начале 1840-х годов распространилась практика вывоза из Российской империи серебряных монет через Галицию в Австрию.

ем регламента Парижской биржи 1724 года. Но, в отличие от бирж в Амстердаме и Лондоне, система биржевого самоуправления была в Вене не развита, а деятельность биржи контролировал особый чиновник. В сущности, Венская биржа создавалась как государственное учреждение, целью которого было пополнение бюджета. Поэтому маклеры биржи, ежедневно устанавливавшие курсы ценных бумаг, считались государственными служащими, имеющими исключительное право на совершение операций.

Кроме маклеров, на бирже имели право проводить операции участники австрийских купеческих объединений, а все остальные допускались на биржу только лишь два дня в неделю, что сразу привело к возникновению внебиржевого рынка, маклеры которого, как и во всех остальных биржевых центрах, собирались в расположенных неподалеку кафе.

Первое время на бирже производились операции преимущественно с банкотетлями, векселями, облигациями и иностранной валютой. Первые операции с акциями начались в 1818 г., но их объем был незначительным. В целом до середины XIX в. по сравнению с Лондонской, Парижской или Берлинской биржами Венская биржа не отличалась активностью.

Создание транспортной инфраструктуры и кризис 1847 г.

Начало нового подъёма в британской экономике

Период общего экономического спада (включавший в себя промежуточный кризис 1841–1842 гг.) завершился к 1844 г. Начался новый подъём, длившийся до кризиса 1847 г. В Англии в эти годы всё ещё лидировала текстильная промышленность, а тяжелая промышленность занимала подчинённое положение. Проблема сбыта продукции текстильной промышленности, а соответственно и проблема перепроизводства, не утратила своей остроты после кризиса 1837 г. Внутренний британский рынок был ограниченным, а сбыт английских товаров внешних рынках сталкивался с растущей конкуренцией со стороны США и стран Европы, прежде всего Франции и Германии. Путь снижения цен на британскую продукцию уже был испробован в 1830-е годы, и возможности этого пути были исчерпаны – снижать цены на товары за счет низкой оплаты труда можно было только до определенного предела. В борьбе за рынки сбыта продукции было найдено новое решение – принцип

свободной торговли, предполагавший отмену таможенных тарифов.

Фритредерские (от англ. free trade – свободная торговля) идеи стали приобретать в 1840-е годы все большую популярность в Великобритании, чтобы пережить свой подлинный расцвет в последующие десятилетия, в 1850-е и 1860-е годы. «Вывоз промышленных товаров во всё возрастающих количествах действительно сделался для этой страны вопросом жизни и смерти. Только два препятствия стояли, казалось, на её пути: запретительное или протекционистское законодательство других стран и ввозные пошлины на сырье и продукты питания в Англии. Тогда-то в стране Джона Буля приобрело популярность учение о свободе торговли классической политической экономии — французских физиократов и их английских преемников — Адама Смита и Рикардо»³³³.

Частью борьбы за новые рынки сбыта британских товаров стало усиление колониальной экспансии, в частности, первая «опиумная война» в Китае (1839–1842), открывшая пять китайских портов для беспошлинного ввоза английских товаров. Заключение мира с Китаем дало доступ британским товарам на огромный китайский рынок, возможности освоения которого были, как обычно, в значительной мере преувеличены³³⁴.

³³³ Энгельс Ф. Протекционизм и свобода торговли / Ф. Энгельс // Маркс К. Энгельс Ф. Собрание сочинений. – Т. 21. – <https://www.marxists.org/russkij/marx/cw/t21.pdf>.

³³⁴ В 1843–1845 британская текстильная промышленность необычайно активизировалась в связи со слухами о перспективах продаж на китайском рынке. Подобно тому, как в 1820-е годы британские капиталы устремлялись в Южную Америку, в 1830-е – в США, в начале 1840-х они устремились в Китай. Однако в 1845 и 1846 гг. оказалось, что поскольку китайская торговля была в значительной степени меновой, возможности продажи в этой стране английских товаров были ограничены не столько спросом на них в Китае, сколько спросом в Англии на чай и шелк – те товары, которые экспортировались из Китая, но были обложены высокой пошлиной на ввоз в Англию (200–350% на чай). К началу 1844 года, в разгар «китайского бума», золотые запасы Банка Англии достигли небывало высокого уровня – 16 млн фунтов золотом, и чтобы использовать накопленные капиталы, банк снизил учетную ставку до 1,75%, что привело к быстрой активизации всех видов торговли и спекуляции. «Джон Буль может многое вынести, но только не 2% ставку», как гласила известная в те годы поговорка. Летом 1846 г., когда Банк Англии имел в наличии 16 млн фунтов, его резервный фонд составлял 9 млн фунтов. Эти ресурсы на 5–6 млн превышали потребности торгового оборота. Количество бумажных денег, находившихся в обращении, превышало 21 млн фунтов, а объемы предоставляемых кредитов стали тревожно высокими. В такой ситуации, с учетом нарастания спекулятивного ажиотажа на рынке железнодорожных ценных бумаг, трудно объяснить политику банка по удерживанию необычайно низкой учетной ставки – с 1845 г. до начала 1847 г. она находилась на наиболее низком уровне – 2,4%.

Основным инструментом колониальной торговли был кредит. В 1840-е годы кредиты чаще всего выдавались в форме авансов под залог товаров, отправляемых в колонии либо другие удаленные страны, такие как Китай. Чтобы на парусном судне доставить товары в Индию или Китай, необходимо было обогнуть весь африканский континент, что требовало весьма длительного времени. Поэтому в кредитах под залог товаров возникала цепочка их нескольких посредников, при этом обычным делом были изощренные злоупотребления и финансовое мошенничество³³⁵.

Однако не внешняя торговля стала главной движущей силой подъема середины 1840-х годов, а железнодорожные проекты. Железнодорожный бум уже начинался в 1830-е годы, но кризис 1837 г. сделал в нем вынужденный перерыв. В 1825–1840 гг. в Великобритании было построено менее 1300 км железных дорог, в то время как в 1841–1848 гг. – 6900 км.

Железнодорожный бум в Англии

Индустриализация и рост городов в середине XIX в. породили потребность в создании транспортной инфраструктуры, а промышленная революция предоставила технологическую возможность создания такой инфраструктуры на основе использования парового двигателя и постройки железных дорог.

Двигатель для паровоза был создан в 1820 г., а вскоре начали предлагаться первые железнодорожные проекты, в частности, проект дороги Great Western, предназначенной для того, чтобы связать Лондон с западными частями Англии. Вначале эти проекты встретили сильное сопротивление – крупные землевладельцы не хотели, чтобы дороги нарушали покой и тишину их поместий, а владельцы каналов видели в них основных конкурентов. Однако экономическая выгода и возможность получения прибыли от железнодорожных проектов превозмогли консервативные настроения, и уже в

³³⁵ Нередко под один и тот же товар несколько раз получали аванс, в то время как товар мог быть не только не погружен на корабли, но даже и ещё не произведен. Избыток свободных капиталов и низкая стоимость кредита создали в это время благоприятные условия и для такого распространенного вида мошенничества, когда векселя выписывали не потому, что приобретался определённый товар, а некий товар приобретался только для того, чтобы выписать векселя, учесть его в банке и получить наличные деньги. Больше всего всё это напоминало более позднюю практику выпуска акций только лишь для того, чтобы получить под их залог кредит в банке.

1825 г. появилась первая железная дорога Stockton & Darlington. Это было время акционерного бума 1820-х годов, когда учреждались многочисленные акционерные компании, и железнодорожные проекты были встречены с энтузиазмом. Вскоре парламент принял шесть новых указов, дававших разрешение на строительство новых линий железных дорог. Однако акционерный бум вскоре сменился кризисом, завершившим ажиотаж вокруг латиноамериканских ценных бумаг, и на несколько лет в Англии наступил общий спад. В таких условиях железнодорожные проекты пришлось на время отложить. Однако уже в 1831 г. была открыта ещё одна железная дорога – Liverpool & Manchester Railway.

Железные дороги, как и строившиеся в начале XIX в. многочисленные судоходные каналы, значительно ускоряли перемещение товаров и развитие товарных рынков, сосредоточенных в городах, быстрый рост которых был связан с созданием промышленных предприятий. Всё это увеличивало доходы населения и ускоряло формирование среднего класса, сбережения которого начинали инвестироваться через рынки ценных бумаг.

До 1840-х годов подавляющее большинство ценных бумаг, находившихся в обращении, были государственными облигациями, а их выпуск был связан не с финансированием промышленного развития, а преимущественно с покрытием дефицита бюджета, военных расходов и т. п.³³⁶. С началом создания транспортной инфраструктуры все более значение стал приобретать рынок акций. Железнодорожные проекты требовали настолько крупных капиталов, что во всех странах ускоряли распространение акционерных компаний, обеспечивавших концентрацию необходимых для реализации этих проектов финансовых ресурсов. «Мир до сих пор оставался бы без железных дорог, если бы приходилось дожидаться, пока накопление не доведёт некоторые отдельные капиталы до таких размеров, что они могли бы справиться с постройкой железной дороги». И только «централизация посредством акционерных обществ осуществила это в один миг»³³⁷

³³⁶ В 1833–1837 гг. в Лондоне было произведено одиннадцать новых эмиссий государственных облигаций на общую сумму 23 млн. фунтов (Goldsmith R. W. Comparative National Balance Sheets: A Study of Twenty Countries, 1688–1978 / R. W. Goldsmith. – Chicago: University Of Chicago Press, 1985. – P. 216, 232, 297, Appendix A; Wilkins M. The History of Foreign Investment in the United States to 1914 (Harvard Studies in Business History) / M. Wilkins. – Harvard: Harvard University Press, 1989. – P. 35, 54, 68).

³³⁷ Маркс К. Капитал. Т. 1. Гл. 23. // Маркс К., Энгельс Ф. Соч. Т. 6. – <http://www.esperanto.mv.ru/Marksismo/Kapital1/kapital1-23.html>.

Финансирование создания транспортной инфраструктуры происходило либо в форме долгового финансирования с помощью облигаций, либо с помощью создания акционерных обществ³³⁸. Первоначально широко использовалось долговое финансирование, и в Англии с 1815 по 1860 г. приблизительно 75% капиталов, вложенных в постройку каналов и дорог, поступило за счет размещения облигаций. Поскольку считалось, что транспортная инфраструктура имеет общественное значение, а постройка железных дорог и каналов поддерживалась государством, то в восприятии инвесторов такие облигации по надежности были близки к государственным. Затем всё чаще в железнодорожных проектах начали использовать акционерное финансирование³³⁹.

Однако роль рынка железнодорожных акций вначале была не очень значительной. Но вскоре доля акционерного капитала начала быстро увеличиваться за счет привилегированных акций, выпускавшихся железнодорожными компаниями, а принятие в 1844 г. Акт об акционерных компаниях (Joint Stock Companies) стало дополнительным толчком³⁴⁰. Спрос на акции стимулировался особой политикой ценообразования. Открытая в 1831 г. железная дорога Liverpool & Manchester объявила о выплате 10% дивидендов, после чего цена акций выросла в два раза. Это была сознательная политика игры на повышение, и сумма дивидендов не зависела от прибыли, а выплачивалась из основного капитала. Многие говорили в то время, что железнодорожные компании были готовы выплачивать и 50% дивиденды, чтобы раздуть цену акций. Но этому мешало законодательное ограничение на размер дивидендов – 10% за

³³⁸ Подробнее о финансировании железных дорог в Англии см.: Anderson B. L. Another Victorian Capital Market: A Study of Banking and Bank Investors on Merseyside / B. L. Anderson, P. L. Cottrell // *The Economic History Review*, New Series, – Vol. 28, №4. (Nov., 1975). – P. 598–615. – <http://www.jstor.org/pss/2599614>.

³³⁹ Практика привлечения акционерного капитала для строительства обычных дорог распространилась в Англии с конца XVIII в., и когда в 1830-е годы британские акционерные общества начали строительство железных дорог и выпустили акции, на них сразу возник быстро растущий спрос. В 1825 г. железнодорожных акций было размещено на 0,2 млн фунтов; в 1835 г. – на 7,5 млн фунтов; в 1840 г. – на 48,1 млн; в 1845 – на 88,5 млн. (Michie R. *The Global Securities Market. A History* / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006. – P. 74).

³⁴⁰ К 1849 году привилегированные акции оставляли 66% общей стоимости акций английских железнодорожных компаний. Эти акции торговались преимущественно на провинциальных биржах (в Ланкастере и др.), в то время как на Лондонской бирже они были мало распространены – эта биржа, будучи крупнейшей, специализировалась на государственных облигациях.

пол года. При этом запрещалось выплачивать дивиденды не из прибыли, а из основного капитала.

В те годы обычным делом было учреждение дутых железнодорожных компаний, создававшихся с единственной целью выпуска акций и их продажи. При получении в парламенте разрешения на учреждение железнодорожной компании часто подавались списки акционеров с подставными лицами. Так же часто в состав акционеров включали за немалое вознаграждение влиятельных персон, чьё присутствие в составе компании ускоряло получение разрешения. К марту 1836 г. в парламент было подано 57 проектов железных дорог, и для реализации этих проектов необходимо было 28 млн фунтов. В парламенте откровенно говорили о том, что «страна охвачена манией железнодорожных спекуляций», а между компаниями существует «безрассудное соперничество», в особенности около Лондона, где предлагалось проведение разными компаниями не менее трех дублирующих друг друга железных дорог в Брайтон. Авторы конкурировавших проектов совершенно не беспокоились о «неизбежной неудаче, которая ждёт одну или две из этих дорог при практической их эксплуатации и конкуренции», которая неизбежно начнётся, если их планы будут реализованы. «Эта безумная мания несомненно разорит многих, а то время как первоначальные прожектёры, по всей вероятности, ускользнут». Всем были «хорошо известны махинации, посредством которых курс железнодорожных акций поднимается выше номинала», как известно было и то, что авторы рискованных и сомнительных проектов «никогда не удерживают в своих руках акций» слишком долгое время, а «продают их простакам при первой возможности получить достаточно большую прибыль»³⁴¹.

Как бы там ни было, повышенные дивиденды Liverpool & Manchester Railway стали толчком, вызвавшим новую волну акционерного бума, длившегося до 1837 г. Условия для возникновения железнодорожного ажиотажа были самые подходящие – Англия начала выходить из депрессии, вызванной кризисом 1825 г., и спросом инвесторов пользовались любые британские акции. Самыми модными и популярными были, естественно, акции железных дорог. Однако эта, первая волна железнодорожного бума длилась недолго, и после кризиса 1837 г. на рынке начался очередной спад. Курсы железнодорожных акций понизились и большинство из них котирувалось ниже номинала. Длина железнодорожной сети

³⁴¹ Parliamentary Debates. – Vol. XXXI (12. 02. 1836). – P. 356–358.

достигла 2000 миль и скептики утверждали, что на этом её рост завершился.

Однако в 1842 г. началась новая волна железнодорожного бума, превосходившая по своему масштабу всё бывшее ранее. Спекулятивные пузыри часто начинаются с того, что технологические инновации обещают небывалый экономический подъём. Так было и в Великобритании 1840-х годов, когда инвесторы стали лихорадочно скупать акции железнодорожных компаний, надеясь на сверхприбыли. Настроения в обществе во время железнодорожного бума хорошо отразил Чарльз Диккенс. «Мы вкладываем свои сбережения в строительство железных дорог... это поистине грандиозные сооружения», но «приходится выбрасывать сотни тысяч фунтов... на взятки, прежде чем удастся проложить один-единственный дюйм железнодорожного полотна»³⁴².

После того, как путешествие на поезде совершила королева Виктория, заявившая, что оно «было приятным», тема железных дорог заполняет страницы британских газет. В начале 1840 г. стали издаваться три журнала, посвященных этой тематике, в том числе наиболее известный *Railway Times*. К 1845 г., когда железнодорожный бум достиг своего пика, в Англии издавалось помимо журналов 18 газет, посвящённых железным дорогам, среди них *Railway Express*, *Railway Globe*, *Railway standard* и др. Известный британский журнал *Economist* с 1845 г. начал публиковать постоянную рубрику, посвященную железнодорожным компаниям. Общими для риторики железнодорожной прессы были пафосные рассуждения от том, что поезда бесспорно изменят темп жизни, а вследствие этого – и весь мир, который станет намного более доступным. Главная цель издания всей этой прессы была в рекламе железнодорожных акций, и большая часть газет издавалась исключительно для этого и за счёт капиталов заинтересованных компаний.

В 1843 г. подъём охватил практически все отрасли британской промышленности³⁴³. Всё вращалось вокруг железнодорожного строительства. Только лишь за четыре года, с 1844 по 1847 г. в

³⁴² Диккенс Ч. Почему? (1856) / Ч. Диккенс // Собрание сочинений в 30 т. Том 28. Статьи и речи. – М.: Гос. изд-во художественной литературы, 1960. – <http://lib.misto.kiev.ua/INPROZ/DIKKENS/d28.txt>.

³⁴³ По сравнению с предкризисными показателями начала 1837 г., в начале 1847 г. добыча угля выросла на 47%, выплавка чугуна – на 67%, судостроение – на 23%, экспорт – на 13% в текущих ценах и на 59% в неизменных ценах.

него было вложено 100 млн фунтов, в то время как, скажем, объем экспорта в Китай за эти годы не превышал 10 млн фунтов³⁴⁴.

О размерах спекулятивного пузыря, связанного с акциями железнодорожных компаний, свидетельствует тот факт, что в октябре 1845 г., в разгар ажиотажа, общая стоимость проектов строительства новых железных дорог составляла более 560 млн. фунтов, в то время как весь ВВП Англии не превышал в то время 550 млн. фунтов³⁴⁵. Спекуляции с акциями железнодорожных компаний отвлекали значительные по объему финансовые ресурсы от их инвестирования в иные секторы промышленности.

Во время железнодорожного бума в Великобритании возможность быстро разбогатеть на спекулятивных операциях с железнодорожными ценными бумагами привлекала многих, как профессиональных биржевиков, так и более пассивных индивидуальных инвесторов. С 1825 по 1875 г. в железнодорожные проекты было инвестировано в общей сложности 630 млн фунтов, что намного превосходило капиталы, вкладывавшиеся в это время в другие отрасли британской промышленности³⁴⁶.

Прибыльность капитала, вложенного в железнодорожные проекты, достигала 8–9%, в то время как прибыльность государственных облигаций продолжала снижаться (в 1844 г. была вполне успешно проведена конверсия крупного облигационного займа, доходность которого снизилась до 3,25%). Хотя у облигаций со сниженной прибыльностью хватало покупателей, привлекательность железнодорожных бумаг была очевидна, тем более что средние доходы с мили работающей дороги выросли с 2234 фунтов в 1843 до 2690 фунтов в 1845 г. Вскоре железнодорожный бум начал распространяться за пределы Великобритании, о чём говорят данные о росте спроса на британский металл – с 1836 по 1847 г. выплавка чугуна выросла на 67%, а экспорт железа в другие страны – на 226%³⁴⁷.

³⁴⁴ Porter G. R. The Progress of the Nation in Its Various Social and Economic Relations from the Beginning of the Nineteenth Century / G. R. Porter. London: John Murray 1851. – P. 359–360.

³⁴⁵ Smith M. A History of the global stock market. From Ancient Rome to Silicon Valley / M. Smith. – Chicago: University of Chicago Press, 2004. – P. 77.

³⁴⁶ Hall D. Fred Dibnah's Victorian Heroes / D. Hall. – L.: Corgi Books, 2012. – P. 163.

³⁴⁷ В значительной мере за счёт британского экспорта мировая сеть железных дорог быстро росла – с 1836 по 1848 г. в Англии с 251 км до 8203 км, в США с 2302 км до 10917 км, в Германии с 6 км до 4989 км, во Франции со 141 км до 2207 км, в Австрии с 255 км до 1674 км, в Бельгии с 44 до 680 км, в России с 0 до 381 км. (Sturmer G. Geschichte der Eisenbahnen: Entwicklung und jetzige Gestaltung sämtlicher

Во время бума 1840-х годов в Великобритании не было какого-либо общего плана создания железнодорожной сети, и каждая из конкурирующих компаний строила линии по своему усмотрению. Это приводило к тому, что в одном и том же направлении могло идти две линии, принадлежавших различным конкурирующим компаниям, но тогда это никого не удивляло. В разгар бума 1845–1846 годов, когда цены акций железнодорожных компаний быстро выросли, компании начали прокладывать тысячи миль путей, многие из которых оказались никому не нужными. Большинство появившихся в 1840-х годах железнодорожных компаний со временем обанкротилось, однако они оставили после себя новую транспортную инфраструктуру, ставшую основой для экономического роста страны на протяжении всего XIX в.

Для тех, кто решил заняться постройкой железной дороги, необходимо было учредить акционерную компанию, что было несложно, и нанять инженера для разработки проекта пути. Затем следовало получить от парламента разрешение, в котором указывался размер капитала акционерной компании и уточнялось, какая часть капитала должна быть собрана за счет размещения облигаций, а какая – акций. При размещении акций они продавались в кредит и достаточно было уплатить 10% их стоимости. Не полностью оплаченные акции находились в свободном обращении, и нередко железнодорожные компании выпускали их даже до получения разрешения на строительство.

В то время государственного регулирования железнодорожного строительства (кроме получения парламентского разрешения, бывшего, по сути, формальностью), не существовало. Считалось, что железнодорожная сеть будет развиваться естественным образом, принося доход учредителям обществ и инвесторам, а пользователям предоставляя транспортные услуги³⁴⁸. В 1844 г. условия

Eisenbahnnetze der Erde / G. Sturmer. – Bromberg: H. Heyfelder, 1872. – S. 58–59, 90, 137–138, 211). Особенно быстро развивалась железнодорожная сеть в Германии, где собственная металлургическая промышленность пока ещё не могла обеспечить потребности железнодорожного строительства. Импорт металла (в основном из Англии) в 1839–1847 гг. вырос в девять раз и достиг 42% внутреннего производства (Dieterici K. Handbuch der Statistik des preussischen Staates/ K. Dieterici. – Berlin: Mittner und Gohn. 1861. – S. 450).

³⁴⁸ С 1827 по 1835 гг. выдавалось в среднем по пять специальных актов парламента на право постройки железной дороги, то в 1836 г. – 29, в 1845 – 120, 1846 – 272; 1847 – 170 актов; общая же стоимость капитала, вовлеченного в железнодорожные проекты, достигла 40 млн фунтов. В 1844 г., когда количество заявок на получение парламентского разрешения достигло 66, возник вопрос о необходимости государственного регулирования этого стихийного процесса и принятия специального за-

для усиления железнодорожного бума были самыми подходящими. Высокие урожаи вызвали падение цен на зерно, а вместе с этим и на многие другие товары и услуги. Снизилась цена и на железнодорожное строительство, при этом всеобщий интерес к железным дорогам был максимально высоким. Строительные компании были завалены заказами и платили своим акционерам максимальные дивиденды по 10% за полугодие. Количество новых проектов росло стремительно – к концу 1844 г. в парламент было подано 220 проектов, хотя не все из них были одобрены (было выдано лишь 66 разрешений).

Газеты были заполнены рекламой железнодорожных проектов. Все они предлагали максимальные дивиденды (10% за полугодие) и конкуренция между проектами сводилась к тому, в каком из них участвовало в качестве соучредителей большее количество «уважаемых людей». О технических либо экономических преимуществах различных железнодорожных линий речь вообще не шла, так как конечной целью всех проектов было размещение акций и получение прибыли.

В провинции бум вокруг акций железных дорог в целом был большим, чем в Лондоне. В Бирмингеме, Бристоле, Глазго, Эдинбурге открылись новые биржи, в Лидсе было три местных биржи, и все они занимались железнодорожными акциями. Особенно усилилась спекуляция этими бумагами, когда банки начали выдавать кредиты под залог железнодорожных акций (как правило до 80% рыночной стоимости пакета акций).

В это время акционерная компания, акции которой пользовались спросом, обычно размещала лишь небольшую часть эмиссии, остальные акции оставляя «для своих людей». После того, как за счёт игры на повышение курс акций заметно увеличивался, пускались в оборот акции «для своих», для которых стоимость пакета

кона о железных дорогах. Но благодаря усилиям влиятельных железнодорожных магнатов этот закон был принят в такой форме, что никак не ограничивал предпринимателей. Оказать такое влияние на парламент было несложно – многие из его членов были владельцами крупных пакетов акций и входили в советы директоров железнодорожных компаний. Поэтому все попытки сторонников усиления регулирования закончились лишь тем, что депозит, вносимый компанией перед началом строительства, был повышен с 5% стоимости строительства до 10%, что должно было стать подтверждением серьёзности намерений. Кроме того, по закону о железных дорогах 1844 г. государство получило право выкупить любую дорогу, существовавшую 21 год или более. На практике эти новшества не стали препятствием для нарастания железнодорожного бума.

(приобретённого по номиналу) без каких-либо действий с их стороны вырастала в два раза, а иногда больше.

В середине 1845 г., когда бум был максимальным, котировки некоторых акций (все они были проданы в кредит и не полностью оплачены) выросли на 500%. В это время дивиденды по акциям железнодорожных компаний (выплачивавшиеся два раза в год) были наиболее высокими³⁴⁹. Сегодня уже понятно, что такие высокие котировки не полностью оплаченных бумаг, под которые к тому же банки выдавали кредиты наличными, были верным признаком приближения краха. Однако в то время это понимали далеко не все.

Во время акционерного железнодорожного бума нередко были случаи, когда при создании очередного общества нанятые бухгалтер определяли завышенную прибыль и дивиденды с целью повысить таким образом биржевой курс акций, что потом заканчивалось обычно банкротствами. На нереалистичное завышение цены железнодорожных акций влияло и то обстоятельство, что в то время инвесторами обычно не учитывались такие факторы как быстрый износ транспорта и амортизационные расходы. Поэтому оказывалось, что железная дорога приносит не такие большие доходы, как ожидалось.

Приближение кризиса в Великобритании

К 1845 г. экспорт британских товаров достиг максимума. В последующие годы он только снижался. Хотя на рынки Китая и Ост-Индии экспортёрами возлагались большие надежды, к этому времени эти рынки оказались переполненными. Предложение британских товаров стало явно превышать спрос на них и экспортёры были вынуждены сокращать операции. Первой ощутила сокраще-

³⁴⁹ С учетом существовавших ограничений на размер дивидендов не более 10% за пол года (дивиденды выдавались два раза в год), York & Newcastle выдала дивиденды: в 1845 г. – 20% (10%+10%), в 1846 г. – 20% (10+10%), в 1847 г. – 20% (10+10%), в 1848 г. – 14% (8+6%); London & North Western: в 1845 г.– 0, в 1846 г. – 20% (10+10%), в 1847 г. – 17% (9+8%), в 1848 г. – 14% (7+7%); London & South Western – соответственно 17% (8%+9%), 18% (9+9%), 18% (9+9%), 8% (8+0%); Great Western – 16% (8%+8%), 16% (8+8%), 15% (8+7%), 13% (7+6%); Midland – 13% (6%+7%), 14,38% (7,38+7%), 14% (7+7%), 13% (7+6%); Southern Eastern – 10,25% (5%+5,25%), 11,5% (5,25+6,25%), 12,5% (6,25+6,25%), 11% (6,25+4,75%) (Lewin H. Railway Mania and its Aftermath: 1845–1852 (being a sequel to Early British railways) / H. Lewin. – New York: A. M. Kelley, 1968. – P. 365).

ние экспорта текстильная промышленность. Именно она в значительной мере создавала подъём 1843–1845 годов за счёт низших цен на хлопок, но в 1846 г. из-за плохого урожая хлопка в США цена на него начала расти. «Цена хлопка... была вновь повышена спекулянтами» – сообщала лондонская «Таймс» в декабре 1846 г. – и «это окончательно приостановило дела»³⁵⁰. Однако было бы неверным считать, что причиной напряжения на товарных, а затем и на финансовых рынках были плохие урожаи зерна и хлопка. Действительная причина начала очередного циклического спада была в перепроизводстве товаров и капиталов, в переполнении рынка и в раздувании спекулятивного пузыря вокруг железнодорожных проектов.

В конце 1845 г. первые признаки беспокойства начались в среде железнодорожных предпринимателей из-за решения правительства, согласно которому акционерные компании, учреждаемые с целью строительства железных дорог, должны были для подтверждения серьёзности своих намерений депонировать в казначействе часть капитала, запланированного для постройки железной дороги. Это нововведение совпало с повышением учётной ставки, усилением оттока золота за границу и нарастанием общей напряженности на финансовом рынке, вызванной чрезмерно раздутыми кредитами для финансирования внешней торговли. В середине 1845 г. в прессе начали появляться тревожные статьи, хотя до того все публикации были оптимистичными, расхваливая перспективы неукротимого роста железнодорожной сети, которая скоро должна была охватить собой весь мир.

Данные о количестве зарегистрированных к концу этого года железнодорожных компаний противоречивы (в разных источниках называют цифры от 1112 до 1428), как противоречива информация о запланированных инвестициях – от 350 до 700 млн фунтов, из которых реально было собрано капитал в 48 млн фунтов³⁵¹. Если считать, что в среднем для реализации этих проектов было необхо-

³⁵⁰ Times. – 1846. – 16 Dec. «Многие обстоятельства влияют на торговлю, усиливая депрессию. Высокие цены на продукты питания в Англии и на европейском континенте существенно ограничивают способность покупать относительно менее необходимые предметы. Снижение потребительского спроса во всех странах Европы приведет к форсированию из экспорта за границу, обострению конкуренции и снижению цен ниже рентабельного уровня» (Times. – 1947. – 5 Jan).

³⁵¹ Smith A. The Bubble of the Age: Or, The Fallacies of Railway Investment, Railway Accounts, and Railway Dividends / A. Smith. – L.: Sherwood, Gilbert and Piper, 1848 – P. 20; Lewin H. Railway Mania and its Aftermath: 1845–1852 (being a sequel to Early British railways) / H. Lewin. – New York: A. M. Kelley, 1968. – P. 116.

димо около 500 млн фунтов (кроме того обязательства по уже начатым проектам составляли 600 млн фунтов), то эти цифры сопоставимы со стоимостью всего британского совокупного национального продукта в 1845 г. (около 550 млн фунтов). Очевидно, что планы инвестирования в железнодорожное строительство сотен миллионов фунтов были совершенно нереалистичны.

В октябре 1845 г. начался биржевой кризис, вызвавший многочисленные банкротства среди биржевых спекулянтов и снижению курсов всех акций на 30–40%. Этот кризис привёл к ликвидации многих акционерных обществ. Оставшиеся для выживания объединялись с помощью слияния и поглощения. «Паника, которую мы только что пережили, прекратила существование массы железнодорожных проектов. О сотнях из них мы никогда больше ничего не услышим». Хотя панику 1845 года вряд ли можно было назвать кризисом – «у нас пока еще нет железнодорожного кризиса, но есть железнодорожная мания»³⁵².

Снижение курсов всех акций началось в октябре 1845 г., а когда к тому же Банк Англии поднял процентную ставку с 2,5 до 3%, настроение рынка полностью изменилось и стало депрессивным. Так как большинство акций были не полностью оплаченными, их эмитенты в следующем 1846 г. продолжали собирать долги с инвесторов (в общей сложности эти долги составляли 40 млн фунтов). Чтобы расплатиться с долгами по акциям, инвесторам приходилось ограничивать свои расходы, что вызывало падение спроса на товары и услуги, усугубляя и без того не очень хорошее состояние экономики. В 1846 г. совокупная рыночная стоимость не полностью оплаченных акций упала на 60 млн фунтов.

Впрочем, после краткого биржевого кризиса осени 1845 г. железнодорожный бум не ослабел – он достиг своего пика в 1846 г. Хотя требование депонировать часть капитала в казначействе привело к банкротству многие мелкие компании, для крупных оно не представляло проблемы. Количество проектов, по которым было выдано разрешение парламента, в 1846 г. было почти в два раза больше, чем в 1845 г.³⁵³.

³⁵² Railway Speculations // Times. – 1845 – 27 Oct.

³⁵³ Хотя в 1846 г. парламент всё ещё продолжал выдавать разрешения на строительство железных дорог (всего их было выдано 270) по заявкам, поданным до начала спада, в целом железнодорожное строительство начало сокращаться. В 1846 г. было разрешено строительство 5000 миль железных дорог, в 1847 г. – 1415 миль, в 1848 – 373 мили, в 1849 – 16 миль, в 1850 – 7 миль.

Кризис был неотвратим, так как в железнодорожном строительстве темпы роста сети дорог намного превышали темпы роста доходности дорог. Начали сказываться последствия того, что преобладающая часть железнодорожных проектов была начата не столько для получения дохода от эксплуатации дорог, сколько для биржевой игры с акциями³⁵⁴.

В начале 1846 г. британский парламент попытался предотвратить приближающийся общий экономический кризис и отменил пошлины на зерно, в ответ на это в США снизили пошлины на британский импорт. Поток британских товаров в США после этого быстро возрос – в 1847 г. он был на 60% больше, чем в 1846 г. Для американской промышленности это имело неблагоприятные последствия, но в Англии приближение кризиса удалось отсрочить.

Повторный неурожай зерна в 1846 г. существенно ухудшил положение дел и начиная с конца 1846 г. Великобритании пришлось импортировать большое количество продуктов питания (в общей сложности на 30 млн фунтов). Это не только поглотило большую часть прибыли от экспорта, но и усилило отток золота за границу. Золотой запас Банка Англии с 13,6 млн фунтов в сентябре 1846 г. снизился до 9,2 млн к концу апреля 1847 г. Банк несколько раз повышал учётную ставку (с 2,4% в 1845 г. до 3%, а затем и 4%) и в апреле 1847 г. она достигла 5%. Учёт векселей был временно прекращен и началось сжатие кредита. Только лишь за 2 недели, с 10 по 24 апреля 1847 г., кредиты Банка Англии сократились на 15% (на 4,5 млн фунтов). Это сразу же повысило стоимость частного кредита до 8%, а иногда 12–13% годовых. Под влиянием всех этих событий в конце апреля – начале мая 1847 г. началась паника, по своему масштабу сопоставимая с кризисом 1825 г., хотя она была недолгой и к середине мая успокоилась³⁵⁵. Промышленное производство и железнодорожное строительство пока ещё не были непосредственно затронуты кризисом.

³⁵⁴ Доходность дорог начала снижаться ещё до кризиса – прибыль от 1 мили законченной дороги составляла в 1843 г. 2234 фунтов, в 1845 г. – 2690 фунтов, в 1846 г. – 2412 фунтов, в 1847 г. – 2195 фунтов, в 1848 г. – 1936 фунтов.

³⁵⁵ Tooke T. A History of Prices and of the State of the Circulation from 1792 to 1856 // T. Tooke, T. Gregory, W. Newmarch. – 6 vols. Vol. IV. – L.: P. S. King and Son, 1928. – P. 303, 306, 445.

Новая волна финансового кризиса началась в августе 1847 г. после банкротства многих компаний, спекулировавших зерном. Хороший урожай в 1847 г. привел к значительному снижению цен на зерно, что подорвало многие спекулятивные схемы. Банкротства среди зерноторговых компаний повлекли за собой серьёзные затруднения у кредитовавших их банков. Основная волна «зерновых банкротств», во время которой прекратили деятельность 13 крупных компаний – участников зернового рынка, закончилась к середине сентября, однако общий финансовый кризис продолжал усугубляться. Банкротств становилось всё больше и больше, они охватили торговые и промышленные компании³⁵⁶. Началось паническое снятие вкладов и массовый обмен банкнот на золото. Отток золота из Банка Англии снова усилился, и 25 октября 1847 г. учётная ставка была повышена до 8%. Стоимость частного кредита достигла 15%.³⁵⁷ Пришлось отказаться от выдачи кредитов под залог любых ценных бумаг и после этого инвесторы в панике начали избавляться от государственных облигаций, что ещё более ухудшило общую обстановку. Причина такого положения дел была очевидна даже для современников – железнодорожные проекты оттянули на себя почти 150 млн фунтов, высосав деньги из всех других секторов экономики, и после начала кризиса на рынке железнодорожных бумаг под угрозой оказалось вся финансовая система. Наступил полный коллапс рынка ценных бумаг, в том числе и государственных облигаций, что привело к дальнейшему повышению процентной ставки до 10%, а общее количество банкротств выросло на 88%. Кризис привел к значительному падению курсов всех ценных бумаг³⁵⁸.

³⁵⁶ О масштабах убытков можно судить по тому, что 20 крупнейших компаний-банкротов имели долги на 10 млн фунтов. Затем пришел черед банков – за несколько дней банкротами стали Royal Bank of Liverpool, Liverpool Banking Co, North and South Whales Bank, Newcastle Union Joint Stock Bank и другие. Разгар кризиса был 23–25 октября, когда приостановились все коммерческие операции (Evans D. M. *Commercial Crisis, 1847–48* / D. Morier Evans. – London: Letts, Son & Steer, 1848. – P. 75).

³⁵⁷ Трахтенберг И. А. Денежные кризисы (1821–1938 гг.) / И. А. Трахтенберг. – М.: Изд-во Академии наук СССР, 1939. – С. 124.

³⁵⁸ Курс акций Банка Англии снизился с 205 фунтов в начале 1847 г. до 187 в конце 1847 г., курс 3% консолей – с 91,5 до 85,5 фунтов. Еще большим было падение курсов железнодорожных акций – с 1 января 1846 г. по 1 января 1850 г. акции компании London and North Western снизились в цене от 215 фунтов до 109, Great Western

Так железнодорожный бум завершился грандиозным крахом – в строительных проектах возникла пауза, начались массовые увольнения. В обстановке паники все ожидали, что железнодорожное строительство может полностью остановиться как минимум на несколько месяцев. В некотором смысле после безумного ажиотажа и спекулятивного бума «период отдыха, который наступил бы с полной приостановкой строительства, приветствовали бы и акционеры, и публика с чувством благодарности»³⁵⁹. Однако к этому времени в железнодорожные проекты были уже вложены настолько большие капиталы, что остановка строительства означала бы полную их утрату³⁶⁰.

История железнодорожного короля Джорджа Хадсона

Дополнительным толчком к снижению курсов акций стал скандал вокруг разоблачений махинаций знаменитого «железнодорожного короля» Джорджа Хадсона (George Hudson, 1800–1871). Хадсон, известный английский финансист, мер города Йорка и председатель совета директоров York & North Midland Railway был одной из основных фигур железнодорожного бума в Англии, сыграл важную роль в развитии железных дорог. Получив в 1827 году в наследство 30 000 фунтов, Дж. Хадсон вложил деньги в акции железнодорожной линии в Лидсе и стал её крупнейшим акционером. Затем, по слухам, один из знакомых инженеров подал Хадсону идею превратить город Йорк в центр железнодорожных линий, охватывающих всю северо-восточную Англию, и в 1842 г. была основана компания Хадсона York & North Midland Railway. Убедившись в доходности железнодорожного бизнеса, Хадсон начал строить новые линии и скупать уже работавшие железные дороги. Благодаря приобретению крупных пакетов акций других дорог и

– от 195 до 58, South Western – от 150 до 61, Midland – от 150 до 45, York and North Midland – от 210 до 34 фунтов.

³⁵⁹ Times. – 1847. – 30 Oct.

³⁶⁰ В большинстве случаев проекты старались завершить, несмотря на кризис. Поэтому количество законченных линий продолжало расти – с 606 миль в 1846 г. до 803 мили в 1847 г., 1182 мили в 1848 г. и лишь потом стало снижаться до 905 миль в 1849 г. и 626 миль в 1850 г. За это время количество проектов, утверждённых парламентом, уменьшилось с 270 в 1846 г. до 34 в 1849 г.; объем капиталов, вложенных в эти проекты, сократился со 132 млн фунтов до 4 млн фунтов. Количество работников, занятых в этих проектах, сократилось более чем в пять раз, со 188 тыс. до 36 тыс. человек.

серии удачных поглощений, он стал владельцем линий, ведущих к Лондону, Бирмингему и Бристолу. К 1844 г. влияние Хадсона настолько возросло, что он контролировал 30% всех британских дорог (около 1000 миль путей) и его стали называть «железнодорожным королем».

Хадсон быстро понял, что железнодорожный бум необходимо искусственно раздувать и поддерживать постоянный интерес инвесторов. Для этого он устраивал грандиозные церемонии открытия железных дорог, на которых произносил пышные речи, расхваливавшие великое будущее железных дорог и их выгодность для инвесторов. Несмотря на такую показную сторону бизнеса Хадсона, во всём, что касалось финансовых дел, он был весьма скрытен. По слухам, фальсификация отчётности в его компании была обычным делом. Это делалось для того, чтобы скрыть размеры реальной прибыли и тот факт, что высокие дивиденды выплачивались не из прибыли, а из основного капитала. С 1844 по 1847 г. компания Хадсона платила одинаковые максимально возможные дивиденды – по 10% за полугодие, что само по себе настораживало, так как прибыль компании не могла быть одинаковой. В дальнейшем выяснилось, что из выданных к середине 1848 г. дивидендов из реальной прибыли было выплачено лишь 205 тыс. при общей сумме дивидендов 515 тыс. фунтов, т.е. менее половины.

В компании Хадсона начали платить максимально возможные дивиденды ещё до того, как дорога была построена. Большинство акционеров понимали, что дивиденды выдавались из капитала компании, но это не помешало быстрому росту котировок акций. Те инвесторы, которые вложили свои капиталы в акции Хадсона еще в 1844 г., смогли вернуть свои вложения уже за счет 20% дивидендов. К концу 1844 г., когда началось размещение акций (по которым сразу же выплачивались высокие дивиденды), Хадсону удалось собрать с помощью их размещения 2,5 млн фунтов, даже не информируя инвесторов о том, на что будут потрачены деньги.

В разгар железнодорожного бума Хадсон в 1845 г. был избран членом парламента, но во время кризиса 1848 года разорился, после чего его имя стало символизировать в Англии быстрый взлет во время акционерного бума и такое же быстрое падение. В прессе стало появляться всё больше статей, разоблачавших махинации Хадсона. Его обвиняли не только в том, что он выплачивал завышенные дивиденды не из прибыли, а из капитала компании с целью спекулятивного роста котировок своих акций, но и в том, что он с целью личного обогащения перепродавал по завышенным це-

нам акции своей компании другой, где он был членом совета директоров. В 1849 г. скандал вокруг Хадсона был максимальным. Созданная комиссия по расследованию его деятельности выдвинула «железнодорожному королю» обвинения в фальсификации финансовой отчетности, сокрытии доходов, использовании денег акционеров компании не по назначению (Хадсон приобрёл на них большой дом в Лондоне), а также выплате завышенных дивидендов (около 1 млн фунтов) из основного капитала компании. Комиссия пришла к выводу, что Хадсон присвоил около 600 тыс. фунтов. Когда с него попытались взыскать эти деньги, он скрылся и длительное время жил в разных странах Европы. Задержать его удалось только в 1865 г., и после уплаты долгов он лишился всего своего состояния. Умер бывший хозяин железных дорог в 1871 г., имея всего 200 фунтов.

После скандала вокруг Хадсона внимание участников британского финансового рынка привлекла проблема раскрытия финансовой информации и независимого аудита компаний³⁶¹. В принятых в разгар железнодорожного бума Joint Stock Companies Act (1844) и Companies Clauses Consolidation Act (1845) содержались общие и не детализированные положения о том, что акционерные компании должны предоставлять публично доступную информацию о своей деятельности, и эта информация должна быть «полной и достоверной». Такое требование было связано с защитой инвесторов и снижением риска во время акционерных бумов. В 1840-е стали появляться первые аудиторские фирмы, а в середине XIX века в Англии начали работу известные компании Deloitte & Co., Cooper Brothers & Co., Price, Waterhouse & Co., W. D. Peat & Co. Английская система раскрытия финансовой информации и независимого аудита стала одной из важнейших финансовых инноваций, оказав влияние на формирование подобной системы в США, в то

³⁶¹ В Англии практика финансовой отчетности и аудита имела давние традиции, зародившись в простейших формах еще в XI веке с «Книги страшного суда» (Domesday Book, 1086 год), определявшей порядок сбора налогов. Первоначально финансовая отчетность имела форму устных докладов, с чем связано появление понятия «аудит» (от латинского audio – слушать). Один из первых случаев независимого внешнего аудита известен в 1720 г. во время краха South Sea Company. Один из директоров компании, Джекоб Соубридж (Jacob Sawbridge) был связан с партнерской английской компанией Turner & Co. Собственность этой компании была конфискована, а еще один партнер компании, сэр Джорд Касуэлл (George Caswell) был заключен в лондонскую тюрьму Тауэр. Аудитору Чарльзу Снеллу (Charles Snell) было поручено изучить счета Соубриджа, Касуэлла и компании Turner & Co, и подготовить в письменной форме отчет о проверке.

время как во Франции, Германии и других странах Европы требований по раскрытию информации в XIX веке практически не существовало.

Последствия кризиса

Железнодорожный бум и промышленный подъем 1843–1847 гг., затронувший все отрасли промышленности в Англии и США, закончились экономическим кризисом 1847–1848 гг. В 1849 г. британское правительство приняло «Закон о прекращении строительства железных дорог» («Railway Abandonment Act»), посвященный процедуре банкротства железнодорожных компаний. Согласно закону, по решению 70% акционеров компании правительственная комиссия могла рассматривать вопрос о прекращении строительства железнодорожной линии, ставшей нецелесообразной, а также разрешить компании отказаться от взятых ранее обязательств по выкупу земли, выплачивая при этом денежную компенсацию владельцу земли.

Когда после окончания кризиса у британских инвесторов началось некоторое возрождение интереса к железнодорожным акциям, наметилась тенденция их постепенного ухода с английских рынков, поскольку появились более выгодные объекты инвестиций – акции американских и, особенно, индийских железных дорог, привлекавшие к себе внимание после того, как в 1849 г. были даны правительственные гарантии по уплате стабильного дохода. Еще одним выгодным направлением инвестиций в первые послекризисные годы стали акции страховых компаний³⁶².

Снижение масштабов железнодорожного строительства продолжалось до 1852 г. и этот застой «нанёс тяжелый удар по металлургической промышленности, тем более чувствительный, что её деятельность была взвинчена дополнительными перспективами потребления металла железными дорогами»³⁶³ – перспективами, которые так и не реализовались. Крах железнодорожного строительства стал завершающим этапом кризиса, поразившего вначале международную торговлю и британский экспорт, а затем текстиль-

³⁶² После принятия в 1844 г. Акта о компаниях, около 25% из создаваемых новых компаний были страховыми (из 910 компаний, учреждённых в Англии с 1844 по 1856 гг., 219 были страховыми). Количество страховых компаний быстро росло, как и объём выпускавшихся ими ценных бумаг.

³⁶³ Times. – 1847. – 2 Dec.

ную промышленность. Общее снижение производства за время кризиса достигло не менее 25%, обанкротилось более 6 тысяч компаний не считая тех, которые были вынуждены приостановить платежи без объявления банкротства. Железнодорожные акции обесценились в два–три раза. Потери от сокращения производства в текстильной промышленности достигли 9,2 млн фунтов, а общие убытки от банкротств за время кризиса составляли около 30 млн фунтов³⁶⁴.

Всего за время бума в 1844–1850 гг. в Великобритании было разрешена постройка 9792 миль железных дорог, к 1856 г. реально было построено 5597 миль (57%). Цены на железнодорожные бумаги к началу 1850 г. снизились на 85% по сравнению с максимальным уровнем, средняя прибыльность одной мили дороги уменьшилась на 70%. Средний уровень дивидендов железнодорожных компаний был 2% вместо 8–10% за полгода во время бума; многие компании вообще не выплачивали дивиденды. На этом британский железнодорожный бум завершился, а в стране после него кроме воспоминаний о скандальных спекулятивных проектах осталась разветвлённая железнодорожная сеть.

Подъём 1840-х годов во Франции и кризис 1847 г.

С конца 1830-х годов всё более популярными становились железнодорожные компании, нередко регистрируемые во Франции не как акционерные общества (что было связано с определенными ограничениями), а как коммандитные общества с правом выпускать акции. К 1838 г. во Франции было 1039 таких коммандитных обществ с капиталом более 1 млрд ливров, выпустивших 1,5 млн акций³⁶⁵.

Вначале акции первых компаний, строивших железные дороги, интересовали лишь узкий круг профессиональных финансистов. Но когда во Франции, как и в Англии, возник излишек сбережений, владельцы которых были готовы их выгодно инвестировать, в 1843–1846 гг. возник массовый интерес к акциям железнодорожных компаний, завершившийся кризисом 1847 г.

Во Франции железнодорожный бум, вокруг которого вращался весь подъём 1840-х годов, начался после принятия в 1842 г. за-

³⁶⁴ Economist. – 1848 – 8 Jan. – P. 34.

³⁶⁵ Тарасов И. Т. Учение об акционерных компаниях / И. Т. Тарасов. – К: Университетская типография, 1878 (репринт – М.: Статут, 2000). – С. 100.

кона о железных дорогах, по которому железнодорожное строительство фактически переходило под контроль немногочисленной группы представителей элиты, а доходность железных дорог была гарантирована государством. «Всем памятны скандалы в палате депутатов, когда случайно обнаружилось, что депутаты большинства, включая и часть министров, были заинтересованы как акционеры в строительстве тех самых железных дорог, которые они потом в качестве законодателей заставляли производить за государственный счёт». Палаты депутатов «возлагали главное бремя издержек на государство, а спекулировавшей финансовой аристократии они обеспечивали золотые плоды»³⁶⁶.

За несколько лет до издания закона не было подано ни одной заявки на выдачу железнодорожных концессий, а за последующие четыре года, к концу 1846 г. были выданы многочисленные концессии на постройку 5000 км железнодорожных линий, из которых фактически было построено к 1848 г. лишь 1628 км путей. Цифры эти весьма показательны. Кроме того, к 1848 г. суммарная эмиссия железнодорожных ценных бумаг достигла 2,5 млрд франков, хотя реальные инвестиции в эти проекты были меньше половины стоимости выпущенных бумаг.

Во Франции государство пыталось контролировать железнодорожный бум, но французский финансовый рынок не мог обеспечить необходимого объема финансовых ресурсов для постройки железных дорог. Французские акционерные компании стали искать возможность получить их на британском рынке ценных бумаг, и в последующие годы во Франции было создано более пятидесяти железнодорожных компаний, в которые было вложено 80 млн. фунтов британских инвестиций.

Железнодорожный бум сопровождался подъёмов в металлургической промышленности. Принятая во Франции система пошлин на импорт металла предохраняла французский внутренний рынок от конкуренции со стороны британской промышленности. В то же время она удерживала цены на металл на уровне значительно более высоком, чем в Англии. Это ослабляло темпы роста и в промышленности, и в постройке железных дорог. Однако всё это не мешало развитию во Франции спекулятивного железнодорожного бума, которому, как обычно, способствовала кредитная экспансия

³⁶⁶ Маркс К. Классовая борьба во Франции с 1848 по 1850 г. // К. Маркс, Ф. Энгельс. Соч. 2-е изд. – Т. 7. – www.informaxinc.ru/lib/marx/07.html.

– сумма кредитов, выданных банком Франции с 1844 по 1847 г. выросла в 1,8 раза с 749 по 1329 млн франков.

Предкризисный подъём во Франции был связан, как и в Англии, с железнодорожными проектами и в значительной мере вдохновлялся примером Англии. Дань моде на железные дороги, общий спекулятивный ажиотаж и ожидание сверхприбылей нередко заставляли реальное положение дел. Строительство было развёрнуто в таких масштабах, которые превосходили реальную потребность в железных дорогах. Это влекло за собой необходимость экспорта рельсов и другого оборудования из Англии, где цены на всё это были неадекватно завышены во время ажиотажа.

В это время было создано около 25 новых банков и 30 страховых компаний с общим капиталом в 300 млн. франков, предлагавших выгодные кредиты. Накануне кризиса 1847 г. акции железнодорожных компаний получили массовое распространение (одна только компания Du Nord выпустила 400 000 акций) и сравнились по популярности с государственными облигациями. Достаточно быстро изменился и сам характер французского рынка ценных бумаг, на котором ещё недавно преобладали государственные облигации. В середине XIX в. Парижская биржа была основным рынком этих облигаций, и хотя более 90% из них были французскими, все больше возрастало значение иностранных ценных бумаг³⁶⁷.

В 1847 г. стоимость строительства железных дорог повысилась как минимум на 30% по сравнению с 1833–1845 гг. Так, на строительство железной дороги Париж–Лион было запланировано потратить 200 млн франков, но потом оказалось, что реальные затраты составляют не менее 300 млн франков, а может быть и больше. Дивиденды по акциям также составили 4%, а не 7–8%, как предполагали оптимистические прогнозы. Было решено приостановить строительство дороги. Это известие «подействовало как удар грома. Начался крах, который мало-помалу распространился на все линии и железнодорожные бумаги. Акционеры... кричали об обмане или, скорее, о воровстве. Они не только отказывались делать дальнейшие взносы, которые единственно и могли вывести железнодорожные общества из затруднения, но бросились прода-

³⁶⁷ Многие новые акционерные компании начали возникать в провинции – в Марселе, Тулузе и других городах, в частности, в Лионе (где находилась известная Лионская биржа, имеющая давнюю историю), ставшем наиболее важным после Парижа центром операций с ценными бумагами. Акции местных компаний обычно торговались на провинциальных рынках, а акции железнодорожных и страховых компаний – на внебиржевом рынке ценных бумаг в Париже.

вать на бирже по чём бы то ни было сделавшуюся ненадёжной бумагу»³⁶⁸.

Во Франции несоответствие реальных потребностей и раздутых масштабов железнодорожного строительства было ещё более заметным, чем в Великобритании. Это породило острую напряженность на финансовом рынке, а так как во Франции государство участвовало в железнодорожных проектах гораздо больше, чем в Англии, кризис 1847 г. затронул не только ценные бумаги и акционерные общества, но и государственные финансы.

Особенно остро протекал кризис 1847 г. на бирже и в кредитно-финансовой сфере. Как и в Англии, плохой урожай зерна и необходимость его импортировать создал сильное напряжение на финансовом рынке, и без того перегруженном непомерными затратами на железнодорожные проекты. Положение дел отягощалось оттоком британских капиталов из-за кризиса в Англии. Начался массовый вывод золота из страны, и золотой запас Banque de France с июля 1846 г. до января 1847 г. сократился с 252 до 78 млн франков. Помощь предоставили Банк Англии, выдавший кредит в 25 млн франков, и российский царь Николай I, распорядившийся приобрести французские государственные облигации на 50 млн франков.

Осенью 1847 г. финансовый кризис еще более обострился из-за общего спада в промышленности и международной торговле. Обанкротился крупнейший акционерный банк – Caisse du Commerce et de l'Industrie и несколько провинциальных банков, после чего правительство объявило временный мораторий коммерческих обязательств банков. Общее количество банкротств за время кризиса приближалось к 5000.

Все это привело к политическому кризису, и 24 февраля 1848 г. во Франции произошла революция. Король Луи-Филипп I отрёкся от престола и была провозглашена Вторая республика. Говорить, что кризис 1847 г. был причиной революции, было бы неверно (у политического кризиса был комплекс своих причин), но финансовый кризис приблизил революцию во Франции, которая, в свою очередь, стимулировала либеральные революции 1848 г. в ряде стран Европы, в том числе в Германии и в Австрии.

Связь финансового кризиса и революции для современников была очевидной. «Третья, до сих пор самая кровавая революция во

³⁶⁸ Лескюр Ж. Общие и периодические промышленные кризисы / Ж. Лескюр. – СПб.: Типография т-ва «Общественная польза», 1908. – С. 44.

Франции со всеми её европейскими последствиями является лишь следствием того общего бедствия, которое тяготеет и над Англией в виде кризиса, нужды, банкротств... Франция несёт свою долю в страданиях эпохи... в виде революции и гражданской войны»³⁶⁹.

Политический кризис, созревший благодаря кризису финансовому, всё больше усиливал всеобщий финансовый крах. Банк Франции пытался дискредитировать республику и сделать её экономически нежизнеспособной, прекратив выдачу кредитов. Республика от этого не перестала существовать, а для банка такая политика создала массу проблем – началось массовое снятие вкладов, в том числе и крупных. Чтобы спасти центральный банк от краха, правительство установило фиксированный курс обмена банкнот на золото, сделав его обязательным для всех провинциальных банков. Это спасло банк, но не решило проблемы сжатия кредита и вывода капиталов из Франции в другие страны. Общее падение промышленного производства достигло в это время 50%.

Кризис и революция в Германии

В немецких государствах в свободные средства инвесторов традиционно вкладывались в земельную недвижимость и государственные облигации. Акционерные общества были мало распространены до 1838 г., когда в крупнейшем из этих государств, Пруссии, было принято акционерное законодательство, подтвержденное в 1851 г. Принятие закона об акционерных обществах значительно ускорило формирование рынка акций в Германии, и за короткое время начался акционерный бум, связанный со строительством железных дорог.

В Германии приближение кризиса стало ощущаться в конце 1846 г. «Письма из Берлина рисуют состояние денежного рынка в мрачных тонах. Биржа испытывает тяжелый, внушающий тревогу финансовый кризис... Очевидной причиной затруднения является чрезмерная железнодорожная спекуляция. Большинство из акционеров строящихся дорог отказывается от уплаты дальнейших взносов... работы на некоторых линиях приостановились»³⁷⁰.

³⁶⁹ Times. – 1848. – 27 June

³⁷⁰ Times. – 1946. – 4 Dec. В конце 1846 г. приближение кризиса стало ощущаться в Австрии, где «правительство сочло необходимым прийти на помощь акционерам железных дорог и организовать выдачу кредитов для завершения работ, которые иначе бы полностью прекратились» (Times. – 1946. – 4 Dec.).

В начале 1847 г. кризис достиг германской текстильной промышленности – цены на текстильные изделия упали на 15–20%, и 25% рабочих были уволены. Экономический кризис в Германии вёл к политической дестабилизации, ощущавшейся с 1846 г. «Политическое возбуждение, царящее в Германии, сильно повышается под давлением крайне тяжелого финансового кризиса. Причина этих финансовых затруднений заключается, главным образом, в пертурбациях, вызванных железнодорожной спекуляцией»³⁷¹.

Неурожаи 1845–1846 гг. и экономический кризис 1847 г. привели к политическому кризису. После известий о революции 1848 г. во Франции и провозглашения там республики, в марте 1848 г. в разных местах Германии начались массовые беспорядки, переросшие в восстание, в результате которого в Пруссии и других немецких государствах были сформированы новые либеральные правительства. Создать в Германии республику, что было первоначальной целью революции, так и не удалось, и революция 1848 г. осталась незавершённой, однако некоторую экономическую либерализацию она всё же принесла.

В 1848 г. в Германии на фоне революционных событий экономический и финансовый кризис продолжал усугубляться. «Спрос на деньги, предъявляемый банками, становился всё больше, возник кризис, которого они никогда ещё не испытывали. Один из старейших банкирских домов приостановил платежи... Недоверие стало безграничным. Началось массовое изъятие вкладов, деньги запаковывались в чемоданы, ящики и даже зарывались в землю, полностью изымаясь из оборота. Сами банкиры старались мобилизовать как можно больше наличных и прекратили всякое предоставление новых кредитов... Легко понять, что при таких обстоятельствах банковские дела... были почти полностью парализованы»³⁷².

Впрочем, интерес к акциям железнодорожных компаний был в Германии не настолько глубок, как в Англии. Для сложившейся в Германии экономической структуры сама идея финансирования с помощью рынка ценных бумаг была не близка, так как это финансирование считалось значительно более рискованным, чем банковские кредиты. К тому же, по уровню развития Германия существенно отставала и от Англии, и от Франции. Поэтому в финансовом аспекте кризис 1847 г. коснулся Пруссии и других немецких

³⁷¹ Times. – 1946. – 4 Dec.

³⁷² Preussisches Handelsarchiv – Wochenschrift für Handel, Gewerbe und Verkehrs-Anstalten. – Berlin: W. Besser, 1849. – S. 36.

государств не настолько сильно, как Англии и Франции – экономически Германия ещё не созрела для самостоятельных кризисов.

Кризис в других странах

Банкротства, вызванные кризисом 1847 г., отмечались кроме Англии, Франции и Германии во многих странах мира – в Амстердаме, Антверпене, Брюсселе, Валенсии, Венеции, Генуе, Женеве, Константинополе, Лиссабоне, Мадриде, Петербурге, Праге, Триесте, Смирне, Стокгольме. Случаи банкротств, связанных с кризисом в Лондоне, были в Алжире, Индии, Пуэрто-Рико, Тринидаде, на Цейлоне и Ямайке.

В Европе влияние кризиса больше всего ощутила Бельгия. В этой стране в 1840-е годы, так же как и во Франции, отмечался бум создания акционерных компаний³⁷³. Созданный в 1822 г., Акционерный банк *Société Generale de Belgique* с 1835 по 1838 финансировал организацию 31 акционерного общества с общим капиталом более 100 млн. франков. Еще один акционерный банк *Vanque de Belgique* (начавший работу в 1835 г.) финансировал 24 промышленных предприятия и финансовые организации с общим капиталом 54 млн. франков³⁷⁴. Ценные бумаги этих обществ быстро сформировали бельгийский рынок ценных бумаг, и за короткое время в 1840-е годы Бельгия стала наиболее промышленно развитой страной континентальной Европы, приближающейся по уровню индустриализации к Англии. Затронул её и кризис 1847 г., вызвав многочисленные банкротства.

В меньшей мере процессы индустриализации, создания транспортной инфраструктуры и акционерный бум 1840-х годов коснулись Италии. Спекулятивный бум вокруг акций железнодорожных компаний 1840-х годов практически не коснулся Амстердама, остававшегося рынком преимущественно государственных облигаций.

³⁷³ Королевство Бельгия стало независимым государством в 1830 г. (до 1814 г. территория Бельгии входила в состав Франции, с 1814 до 1830 г. – в состав Нидерландов). Получение независимости, а также давние традиции (Брюгге и Антверпен, находящиеся на территории Бельгии – старинные торговые города, где были заимствованы из Италии наиболее передовые на то время методы финансовых операций) и значительные природные ресурсы привели к ускоренному развитию бельгийской промышленности.

³⁷⁴ Cameron R. A Concise Economic History of the World: From Paleolithic Times to the Present / R. Cameron, L. Neal. – Oxford: Oxford University Press, 2002. – P. 229–231.

В США спекулятивный бум, связанный с акциями железнодорожных компаний (такие акции назывались в те годы в Америке «fancies») начался несколько позже, чем в Европе. Поэтому и кризис 1847 г. в США был выражен гораздо слабее, чем в Англии. Наибольшую известность приобрела скандальная история компании Erie Railroad – акции этой компании, славившейся авариями и техническими проблемами, были предметом постоянных спекуляций³⁷⁵. Перед кризисом, из-за неурожая в странах Европы, возник повышенный спрос на американское зерно, что в 1847 году вызвало приток заметный приток капиталов в США. А революционные события 1848 года во Франции, Германии, Австрии, Италии, Румынии, ставшие следствием кризиса 1847 года, и повышенная общая политическая нестабильность в Европе были дополнительным фактором, активизировавшим перемещение значительных капиталов в США.

Особенности кризиса 1847 г.

Основная особенность кризиса 1847 г. (отличавшая его от кризиса 1825 г. и 1837 г.) была в том, что этот кризис был в полной мере международным. Кризис 1825 г. можно считать международным лишь условно, так как лежавшие в его основе процессы были связаны с финансовыми потоками между Англией и отдельным регионом мира – странами Латинской Америки. Проявления этого кризиса в других финансовых центрах были связаны с влиянием британской финансовой системы, и не более. Самостоятельных условий для кризиса в других странах ещё не было. То же самое можно сказать и о кризисе 1837 г., только роль реципиента британских капиталов выполняли в нём США, а не Латинская Америка.

В основе кризиса 1847 г. лежал спекулятивный бум вокруг железнодорожных проектов, влекущий за собой рост добычи угля, развитие металлургической промышленности и других отраслей производства, обслуживавших железные дороги. Страны, вовлеченные в этот кризис (прежде всего Франция и Германия, в мень-

³⁷⁵ Всем было известно, что в этой компании поезда и сами пути были в плохом состоянии. В 1860-е годы на биржах широко распространились слухи, что управляющие компании, Джеймс Фиск, а потом Джей Гулд (последний был знаменитым в то время биржевым спекулянтом) планомерно расхищают имущество компании, однако несмотря на это её акции широко использовались в игре на понижение, хотя и считались крайне ненадежными.

шей мере – другие страны Европы и США) были так же подвержены этому буму, как и Великобритания. Поэтому кризис 1847 г. в этих странах не был простым отражением английского кризиса, а имел уже внутренние причины. Так как международным был железнодорожный бум, породивший этот кризис, то и сам кризис по своей сути также был международным. Однако Великобритания, как наиболее богатая страна того времени, всё ещё оставалась эпицентром кризиса. «Англия составляет очаг этих кризисов, парализующее влияние которых неминуемо достигает самых отдаленных, самых глухих уголков мирового рынка и везде ведет к разорению значительной части промышленной и торговой буржуазии. От таких кризисов... есть только одно средство спасения: расширение сбыта либо посредством завоевания новых рынков, либо посредством более основательной эксплуатации старых»³⁷⁶.

Обычно перед каждым циклическим кризисом того времени Англия начинала спекулятивно завышать цену на экспортируемые в колонии товары, либо на сырье. Так форсировалось производство, но никто не задумывался о неизбежном перепроизводстве. А когда начинался очередной кризис, он разорял по всему миру множество мелких предпринимателей, торговавших британскими товарами. За счет этого Англия, основной рынок промышленных товаров, продовольствия и сырья, своими кризисами перепроизводства оказывала дестабилизирующее влияние на многие отдаленные части мира. Британская экономика навязывала другим странам не только цены на товары, но и циклический ритм их колебания. Везде, где только возникала возможность для спекулятивных операций, сразу же появлялись британские капиталы, усилившие не только спекулятивный бум, но и неизбежно наступавший за ним крах.

Общие тенденции в формировании рынков ценных бумаг в первой половине XIX в.

В начале XIX в. основные операции на мировом рынке ценных бумаг были связаны с долговыми инструментами – государственными облигациями. Акционерные компании и акции ещё не имели широкого распространения ни в Англии, ни во Франции³⁷⁷.

³⁷⁶ Энгельс Ф. Английский билль о десятичасовом рабочем дне // Маркс К., Энгельс Ф. Соч. Т. 7. – С. 250–251. – <http://www.informaxinc.ru/lib/marx/07.html>.

³⁷⁷ Хотя на Парижской бирже количество котировавшихся ценных бумаг возросло с 38 в 1830 г. до 260 в 1841 г., лишь небольшая их часть была акциями.

Ещё меньше были распространены акции на территории Германии, где существовало много мелких государств – на немецких биржах ценные бумаги были представлены в основном государственными облигациями. Наиболее динамично акционерные компании развивались в США, и хотя их количество пока ещё значительно отставало от Великобритании, а рынок ценных бумаг в США в это время только лишь формировался, американская финансовая система была более восприимчива к инновациям.

Развитие организованных рынков ценных бумаг происходило достаточно медленно, и даже в Амстердаме, несмотря на длительную историю его биржи, было нелегко ввести четкие правила и регулятивные механизмы. К тому же, подходы к организации рынков ценных бумаг были различны в Англии и в континентальной Европе. Во Франции, Германии, Австро-Венгрии, России развитие организованного рынка ценных бумаг связывали с совершенствованием системы государственного регулирования. Однако динамика развития бирж, работающих на основе государственного регулирования, был ограничен, а доступ на них новых участников затруднен³⁷⁸. Результатом работы бирж на основе модели государственного регулирования стало то, что начали быстро развиваться альтернативные небиржевые рынки ценных бумаг, не регулируемые государством. Подобная тенденция отмечалась не только во Франции, но и во всех странах с континентальной моделью финансовой системы, где регулирование рынков ценных бумаг происходило по инициативе государства.

Иным путем происходила эволюция самоорганизующихся рынков в Англии и США. На Лондонской бирже существовал лишь минимальный набор регулятивных предписаний, необходимых для проведения операций – это обеспечивало максимальный динамизм развития, хотя и повышало нестабильность. Аналогично были организованы биржи в США, и хотя они в то время больше напоминали провинциальные британские биржи, чем Лондонскую, развивались американские биржи очень быстро³⁷⁹. Эта тенденция 1830-х годов была неслучайной, если учитывать роль, которую ак-

³⁷⁸ Стоимость места на Парижской бирже выросла с 30 000 франков в 1816 г. до 850 000 франков в 1830 г. и для большинства брокеров эта цена была очень высокой.

³⁷⁹ В 1828 г. на американских биржах котировалось 28 наименований акций, а в 1840 г. их количество выросло до 112 (Banner S. *Anglo-American Securities Regulation: Cultural and Political Roots, 1690–1860* / S. Banner. – Cambridge: Cambridge University Press, 2002. – P. 194, 254–255).

ционерное финансирование сыграло в дальнейшей истории американской экономики.

Различные модели регулирования рынков ценных бумаг, сложившиеся в начале XIX в., определили дальнейшую историю финансовых систем различных стран. В странах, где рынки ценных бумаг создавались и активно регулировались правительством (Франция, Германия, Австро-Венгрия, Российская империя и др.), они были менее развиты и имели не столь значительное влияние на финансовую систему, как в странах с англо-американской моделью, где рынки ценных бумаг возникали на основе принципа самоорганизации участников рынка.

В 1820-е годы популярность приобрели иностранные государственные облигации (в частности, латиноамериканские), это ускорило формирование международного рынка ценных бумаг. А когда индустриализация привела к увеличению количества городского населения, нуждавшегося в транспортной инфраструктуре, началось создание в 1840-е годы железнодорожной сети. Железные дороги повышали мобильность людей. Раньше человек был вынужден искать себе работу недалеко от того места, где он жил, что привело к появлению на окраинах Лондона бедных рабочих кварталов. Развитие железных дорог, особенно дешевых «парламентских поездов» в Англии, в которых плата не превышала одного пенса, изменило эту ситуацию, и к 1865 г. ежедневно 2000 лондонских рабочих добирались на работу на дешевых поездах. В дальнейшем, во второй половине века, когда железнодорожная сеть охватила почти весь мир, она способствовала массовой трудовой миграции в другие страны.

Именно акционерные железнодорожные компании имели решающее значение в формировании массового рынка акций. Акции железнодорожных компаний впервые привлекли к рынку ценных бумаг внимание мелких инвесторов из начавшего формироваться среднего класса³⁸⁰. После появления мелких инвесторов рынок акций стал действительно массовым, а сбережения среднего класса стали важным источником инвестиционных ресурсов. Чем более

³⁸⁰ По данным переписи населения в Англии в 1861 г. к среднему классу относились те, чей доход был от 100 до 1000 фунтов – 10% населения (2 млн чел. при общем количестве населения 20,1 млн чел.). Высший класс с доходами более 1000 фунтов составлял 0,25% населения (50 тыс. человек). Один британский фунт середины XIX века соответствовал примерно 45 современным фунтам (Пикард Л. Викторианский Лондон / Л. Пикард. – М.: Изд-во Ольги Морозовой, 2011. – С. 150–151).

массовым становился рынок ценных бумаг, тем больше расширялась сфера финансовых услуг³⁸¹.

Хотя железнодорожные компании продолжали оставаться важными участниками рынка акций и в конце XIX в. и в начале XX в., следующий цикл экономического развития был связан уже не с транспортной инфраструктурой. Всё большее распространение средств связи (с 1840-х годов телеграфа, а с 1880-х – телефона) оказало решающее влияние на обмен информацией между участниками рынков ценных бумаг. С середины XIX в. началось формирование общемирового рынка ценных бумаг.

Периодичность финансовых кризисов с интервалом примерно в 10 лет (1825, 1837, 1847 гг.) и периодов депрессии длительностью в среднем два года (1825–1826; 1837–1838; 1846–1847 гг.) наглядно подтверждали цикличность развития экономических систем и рынков ценных бумаг. Но, несмотря на это, продолжался последовательный экономический рост, столь характерный для индустриальной эпохи.

³⁸¹ В Англии, по данным переписи населения 1841 г., «бухгалтеров, банковских служащих и клерков» было 44 тыс. человек, в 1861 – 67 тыс., в 1871 – 119 тыс. (Там же, с. 151).

Часть 3

Триумф свободной торговли (1848–1873 гг.)

Развитие международной торговли и концентрация капитала

Эпоха свободной торговли

Четверть века до кризиса 1873 г. можно условно назвать эпохой свободной торговли, так же как несколько десятилетий перед Первой мировой войной – эпохой экспорта капитала. Расцвет свободной торговли, ускорив экономический рост во многих странах, создал космополитический мир либерального оптимизма, в котором привлекательным стал образ *citoyen du monde* – «гражданина мира», как тогда говорили. И хотя этот образ занимал умы лишь небольшого слоя образованных и состоятельных людей в наиболее развитых странах, он оказал влияние на сам дух эпохи – тот дух, понимание которого иногда оказывается для финансовой истории важнее, чем сами по себе цифры.

В создании международной системы свободной торговли решающим шагом стал англо-французский договор Шевалье-Кобдена, подписанный в 1860 году и снявший тарифные барьеры в торговых операциях между Англией и Францией³⁸². Развитие свободной торговли привело к тому, что региональные рынки ценных бумаг начали возникать в самых отдалённых частях Британской империи (в том числе в Австралии и Новой Зеландии), а также в Восточной Европе, Латинской Америке, странах Азии и Африки. Рос и объём операций с ценными бумагами – к 1880 г. совокупная стоимость ценных бумаг, обращающихся в Европе, достигла 6,8 млрд фунтов.

Признанным лидером в эпоху свободной торговли была Британская империя, её основным конкурентом оставалась Франция,

³⁸² Заключение договора было связано с тем, что пришедший к власти после революции 1848 г. во Франции Наполеон III хотел развивать экономические отношения с Англией. В частности, это касалось изделий из хлопка и шерсти, импорт которых во Францию длительное время ограничивался традиционной для Франции политической государственного протекционизма. Налог на импорт британских товаров был снижен с 30% до 15%, что активизировало торговлю между двумя странами.

однако за короткое время возросло значение Германии и США, где быстро развивались промышленность и финансовая система. Кроме того, на мировых товарных и финансовых рынках появились новые участники – Россия и Япония. В этих странах началась индустриализация, формирование финансовых систем и рынков ценных бумаг.

Концентрация капиталов и массовая индустриализация в 1850-е годы

В 1850-е годы произошло огромное расширение мировой экономики за счёт массовой индустриализации во многих странах, создавшей массовое производство, массовый спрос на продукцию и такой же массовый рынок. Особенностью этого периода была усилившаяся концентрация капиталов, накапливаемых в результате ускоренного роста международной торговли. Её общий объём увеличивался на 6% ежегодно – в три раза быстрее, чем росло промышленное производство, и в пять раз быстрее темпов роста населения.

В основе индустриализации оставались добыча угля и производство металла; в 1860-е годы к ним добавились новые перспективные отрасли промышленности – химическая и электротехническая. В центре экономического подъёма 1950-х годов, предшествовавшего кризису 1857 года, в большинстве стран было железнодорожное строительство³⁸³. Кроме быстрого роста сети железных дорог, 1850-е годы были отмечены ещё одной транспортной инновацией – появлением океанских пароходов, совершивших революцию в транспортировке товаров и международной торговле в целом за счёт увеличения объёмов перевозок, сокращения срока и уменьшения зависимости от погоды. В этих новых условиях экономический подъём имел общемировой характер³⁸⁴. Показательно,

³⁸³ С 1850 по 1860 г. общая протяжённость всех железных дорог мира увеличилась с 38,6 тыс. км до 108 тыс. км – почти в три раза, в том числе в США с 15,1 тыс. км до 53,9 тыс. км; в Европе – с 23,5 тыс. км до 51,9 тыс. км. Добыча угля выросла за эти десять лет на 66,6% в Англии, на 92,1% во Франции, на 97,5% в США, на 117,3% в Германии; производство чугуна – соответственно на 62,7; 39,9; 144,3 и 152,4% (Трахтенберг И. А. Капиталистическое воспроизводство и экономические кризисы / И. А. Трахтенберг. – М.: Гос. изд-во политической литературы, 1954. – С. 103, 106).

³⁸⁴ С 1847 по 1857 г. добыча угля выросла в Англии на 52%, в США на 156%, в Германии на 123%, во Франции на 52%; производство металла – на 83% в Англии, на 10% в США, на 130% в Германии, на 68% во Франции, на 21% в России. Объёмы

что британский экспорт за время этого подъёма вырос в два раза, в то время как в 1840-е годы он увеличился лишь на 13% – в 1850-е годы экономическое лидерство Великобритании стало особенно явным.

За счёт общего расширения рынков, низкой стоимости рабочей силы и роста цен происходило общее накопление и концентрация капитала. Символом торжества индустриализации и рыночной экономики стали всемирные выставки – в Лондоне в 1851 г. (в выставке участвовало 14 тысяч компаний), в Париже в 1855 г. (24 тыс. компаний), в 1862 г. в Лондоне (29 тыс. компаний), в 1867 г. в Париже (50 тыс. компаний)³⁸⁵.

Кризис 1857 г. и его особенности

Иногда кризис 1857 г., быстро распространившийся в Англии, Франции, Германии, России и других странах, справедливо называют первым мировым финансовым кризисом. Действительно, он затронул многие страны и особенно сильно ощущался в Норвегии, Дании и Швеции. «Страны Северной Европы были поражены кризисом исключительной силы»³⁸⁶. По сообщениям из Стокгольма, «денежный кризис подвергнул страшным бедствиям коммерческое сословие как здесь, так и почти во всей Швеции... 36 торговых домов объявлены несостоятельными»³⁸⁷.

Общая сумма долговых обязательств обанкротившихся компаний в странах Европы к концу 1857 г. достигла 700 млн долла-

экспорта выросли на 103% в Англии, на 85% в США, на 98% во Франции, на 113% в Германии, на 15% в России. Особенно вырос экспорт из Великобритании в США и в Австралию – с 12,6 млн фунтов в 1847 г. до 38,2 млн фунтов в 1853 г. (Porter G. R. The Progress of the Nation in Its Various Social and Economic Relations from the Beginning of the Nineteenth Century / G. R. Porter. London: John Murray 1851. – 360, 363. Statistical abstract for the United Kingdom in each of the last fifteen years, from 1853 to 1867. – L.: Great Britain Parliament. House of Commons, 1868. – P. 54).

³⁸⁵ Carandini G. Racconti della civita capitalista. Dalla Venezia del 1200 al mondo del 1939 / Carandini G. – Roma: Laterza, 2012. – P. 348–349.

³⁸⁶ Evans D. M. Commercial Crisis, 1847–48 / D. Morier Evans. – London: Letts, Son & Steer, 1848. – P. 38.

³⁸⁷ «Имущество многих из этих торговых домов превышает их долги; но... оно состоит большей частью из земель, фабрик, заводов, лесопилен и т. п., на которые теперь нельзя найти покупателей... шведское купечество виновно в том, что оно предавалось в последние годы чрезмерным спекуляциям, превосходившим собственные его средства, однако нынешний кризис... произошёл здесь вследствие банкротств, оказавшихся в Лондоне и преимущественно в Гамбурге» (Коммерческая газета. – 1858. – № 19. – 3 февр.).

ров. Кризис ощущался в Вене, Брюсселе, Праге и в Мадриде, но более всего он был замечен в Австрии, где отмечались многочисленные банкротства и спад в промышленности и торговле. В Бельгии в 1857 г. «развернулся такой сильный кризис, какого страна никогда не знала... торговля в состоянии застоя... промышленные предприятия работают главным образом про запас»³⁸⁸.

В Голландии в 1857–1858 гг. также начались банкротства, падение цен, сжатие производства. В Италии в конце 1857 г. был острый финансовый кризис. «Кризис распространился «от отдалённого Запада Нового Света до Стокгольма и Москвы, до Смирны и Одессы. Города покрылись... бесчисленными развалинами публичных и частных состояний. Княжеские богатства за ночь превращались в ничто; стариннейшие торговые дома, пережившие поколения войн и революций, для которых неоплаченный вексель был неслыханным явлением... рушились словно сносимые ветром; цветущие фабрики стояли безмолвно, как бы поражённые параличом; неисчислимы запасы товаров лежали как бы зачарованные на складах, напрасно ожидая отправки»³⁸⁹.

Основной особенностью кризиса 1857 г., отличавшей его от предыдущих, был его действительно мировой характер. Если в случае кризиса 1825 г. называть его международным или глобальным только лишь потому, что в него были вовлечены Британия и страны Латинской Америки, было бы явной натяжкой, то в 1857 г. во многих странах созрели свои собственные причины для экономического и финансового кризиса перепроизводства. В этом отношении кризис 1857 г. во Франции, Германии и даже в России уже не был всего лишь отражением английского кризиса, а имел внутренние предпосылки.

«Этот кризис двоякого рода – он произошёл как от внешних причин, так и от местных условий... теперь мы, хотя и поневоле, разделяем... почти те же потрясения, как Париж и Лондон... При застое за границей всяких сколько-нибудь значительных торговых

³⁸⁸ Preussisches Handels-Archiv. – 1858. – 2 Hlfte. – S. 167–171.

³⁸⁹ «Тысячи обанкротились на протяжении короткого месяца; сотни тысяч рабочих лишились работы и заработка; начатые железные дороги, постройки, каналы, доки оставались неоконченными; лавки, обычно в эти предпраздничные дни переполненные покупателями, изобиловали продуктами утончённейшего производства, но были пустыни и безлюдны. Как будто злое проклятие обрекло на парализующий сон всякую деятельность и движение» (Die Verkehrskrisis des Jahres 1857 // Preussische Jahrbucher. – 1858. – № I. – S. 97).

сделок понятно, что и мы должны быть увлечены тем же роковым потоком, который называют всемирным кризисом»³⁹⁰.

В эпоху свободной торговли международные торговые операции всё больше связывали рынки различных стран в единую систему, повышая взаимозависимость этих рынков. Начавшийся экспорт капиталов (в 1850-е годы – британских) ещё больше влиял на интеграцию рынков и повышал их зависимость от подъёмов и спадов мировой экономики. В 1850-е годы в международных инвестициях начали принимать активное участие французские капиталы, в особенности банк *Credit Mobilier*, что стало причиной остроты кризиса во Франции. При всей зависимости США от британских капиталов, сохранявшейся в то время, толчком к началу кризиса стали события в Америке – молодой быстро растущий рынок (и товарный, и финансовый) оказывал всё большее влияние на цикличность мировой экономики.

Подъём 1860-х годов

В 1860 г. начался период общемирового экономического подъёма. Это десятилетие было отмечено дальнейшим ростом международной торговли, новыми крупными железнодорожными проектами в разных странах, индустриализацией Германии и растущей самостоятельностью финансовой политики США. Всё большее значение приобретал экспорт капитала, ставший определяющей тенденцией мировой финансовой системы к концу XIX века.

В основе подъёма 1860-х годов были, как и в предыдущем цикле, железнодорожные проекты, масштаб которых значительно превзошёл 1850-е годы³⁹¹. Наибольшая активность железнодорожных компаний отмечалась в Европе, где длина железнодорожной сети за десятилетие выросла почти в два раза. Хотя Англия (где система железных дорог к этому времени в целом была уже построена, охватив большую часть площади небольшой страны) уже не лидировала в железнодорожных проектах, капиталы железнодорожных компаний продолжали расти (с 200 млн футов в 1847 г. и

³⁹⁰ Вестник промышленности, финансов и торговли. – 1858, июнь. – С. 221–222.

³⁹¹ Общий прирост длины мировой железнодорожной сети составил почти 75 тыс. км, из них в США – 22,4 тыс. км; в Англии – 7,6; во Франции – 8,2; в Германии – 6,7; в России – 3,9.

315 млн в 1857 г. до 502 в 1867 г.)³⁹². В Германии капиталы, инвестированные в железные дороги, выросли с 1,5 млрд марок в 1855 г. до 3,4 млрд³⁹³. Постройка железных дорог влекла за собой дальнейший рост металлургической и металлообрабатывающей промышленности во всех странах Европы, в особенности в Германии.

С 1838 по 1848 г. общемировая сеть железных дорог выросла с 4,0 до 29,6 тыс. км, с 1849 по 1858 г. – до 89,1 тыс. км³⁹⁴. К 1857 г. в строительство железных дорог в мировом масштабе было инвестировано в общей сложности 600 млн фунтов (16 млрд франков), из них около 70% – в США (около 10 млрд франков). Но если в 1840-е годы эпицентр железнодорожного бума был в Англии, то теперь он сместился в США.

Новая волна акционерного учредительства

Рост железнодорожных компаний и связанной с ними тяжелой промышленности вел к расширению основного капитала, а это, в свою очередь, стимулировало очередной учредительский бум и новую волну биржевой спекуляции. В этом отношении особенно 1860-х годов было массовое распространение акционерных компаний, приходивших на смену паевым товариществам и другим формам предпринимательских объединений.

Волна акционерного учредительства, охватившая в 1860-е годы основные страны Европы, по своим масштабам превзошла ажиотаж основания железнодорожных компаний 1840-х годов. Для учреждения акционерных обществ были привлечены значительные капиталы. «Капитал, собранный у отдельных лиц и переданный в руки компаний, питал торговлю во всех её видах. Почти каждая отрасль коммерческой деятельности... приняла большие размеры, чем раньше»³⁹⁵.

³⁹² Commerce and Industry: Tables of statistics for the British Empire from 1815. Edited by William Page. – L.: Constable and Co., Ltd., 1919. – P. 170.

³⁹³ Hubner O. Jahrbuch fur Volkswirtschaft und Statistik / O. Hubner. – Leipzig: H. Hubner Verlag, 1857. – S. 84.

³⁹⁴ Быстрее всего росла железнодорожная сеть в США (с 3,0 тыс. км в 1838 г. до 10,2 тыс. км в 1848 г. и 43,0 тыс. км в 1858 г. (в Англии темпы роста железнодорожной сети затормозились, так как большинство железных дорог после бума 1840-х годов уже были построены (Sturmer G. Geschichte der Eisenbahnen: Entwicklung und jetzige Gestaltung sämtlicher Eisenbahnnetze der Erde / G. Sturmer. – Bromberg: H. Heyfelder, 1872. – S. 59, 90, 125, 149, 211).

³⁹⁵ The Economist. – 1866. – 1 Sept. – P. 1027.

Во Франции и Германии развитие грюндерского бума значительно ускорило появление акционерных банков нового типа – Credit Mobilier во Франции и Bank für Handel und Industrie в Дармштадте, ориентированных на финансирование создаваемых промышленных акционерных компаний. Особенно активно финансировал железнодорожное грюндерство банк Credit Mobilier, сфера влияния которого простиралась далеко за пределы Франции – в Австро-Венгрии, Швейцарии, России, Испании и других странах. Спекулятивные операции с акциями позволяли банку оперировать со значительными финансовыми ресурсами.

В Англии в 1850-е годы такого учредительского бума не было – в то время в центре акционерного ажиотажа везде были железнодорожные проекты, а британские железные дороги начали строиться раньше, чем в других странах, поэтому к середине века темпы железнодорожного строительства снизились. Однако британский английский капитал активно экспортировался и участвовал в учредительском ажиотаже в Париже, Берлине, Гамбурге, Вене, Нью-Йорке и в других мировых финансовых центрах. Основной интерес британских инвесторов вызывал рынок ценных бумаг США – они поняли, что на Нью-Йоркской бирже можно было гораздо быстрее разбогатеть, чем даже на добыче золота в Калифорнии. Большая часть капиталов, вложенных в американские железнодорожные и промышленные компании, была британской; это же касалось и учреждения американских банков. Из 300 млн долларов, инвестированных в 1850-е годы в горнодобывающую промышленность США, большая часть была британской.

Банковская революция

Для финансирования массового акционерного учредительства создавались многочисленные акционерные коммерческие банки. Быстрый рост банковской системы и экспансия кредита были вызваны как общим накоплением капитала, так и поступлением на рынок калифорнийского и австралийского золота, оседавшего в банках. Кредитная экспансия расширяла масштабы подъёма 1850-х годов, но в то же время и приближала наступление кризиса.

Во время «банковской революции» в 1850-е – 1860-е годы мода на учреждение банков стала всеобщей, и банковская система нового типа появилась во многих странах, от Великобритании до России и Японии. В её основе были акционерные коммерческие

банки, учредители которых были вдохновлены, в некотором смысле, примером французского банка *Credit Mobilier*. Эти банки могли быть специализированными, как в Великобритании, или универсальными, как в Германии, но их объединяла готовность участвовать в финансировании строительства железных дорог и промышленных предприятий. С появлением акционерных коммерческих банков эпоха частных банков и банкирских домов, обычно не заинтересованных в инвестиционной деятельности, стала близиться к своему закату.

В Великобритании суммарный объём вкладов девяти основных акционерных банков Лондона вырос с 18 до 43 млн фунтов. В 1851–1857 гг. в США количество банков увеличилось с 824 до 1416, объём их кредитных операций – с 445 до 684 млн долларов; в Германии количество эмиссионных банков выросло более чем в три раза, с 9 до 29; учётные операции одного лишь Прусского банка выросли в 8 раз. Во Франции учётно-кредитные операции *Banque de France* выросли более чем в три раза, с 1,8 до 5,6 млрд франков³⁹⁶.

«Всякий подрядчик, желавший построить железную дорогу и т. п., должен был только обратиться к финансовому концерну, заплатить ему огромную премию и получить от него так называемые деньги в виде векселей, выставленных им самим и акцептованных компанией. Эти векселя подлежали оплате лишь по окончании всех этих грандиозных работ... По истечении трёх- или шестимесячного срока они могли быть бесконечное число раз продлены... Подрядчики иногда специально измышляли проекты для совершения подобных сделок»³⁹⁷.

Пользуясь расширением кредита, учредители промышленных компаний до минимума сократили долю собственного капитала, ориентируясь на заёмные средства. Это ускоряло рост производства, но и делало всё более нестабильным основанный на кредите бум. Обостряло ситуацию широкое распространение дутых векселей. С их помощью банки предоставляли огромные кредиты компаниям, собственные капиталы которых часто были значительно меньше получаемых кредитов.

³⁹⁶ Rosenberg H. Die Weltwirtschaftskrisis von 1857–1859 / H. Rosenberg. – Stuttgart–Berlin: W. Kohlhammer, 1934. – S. 90, 93–95; Guetter F. Statistical Tables Relating to the Economic Growth of the United States / F. Guetter, A. McKinley. – Philadelphia: McKinley Pub. Co., 1924. – P. 27.

³⁹⁷ The Times. – 1866. – 14 May.

Очень часто для оплаты дутых векселей использовались другие дутые векселя, при этом акцептантами выступали подставные лица, на деле не располагавшие никакими капиталами. Британская парламентская комиссия приводила пример компании, торговавшей с прибалтийским регионом. В 1854 г. эта компания имела собственный капитал 2–3 тыс. фунтов, а к 1857 г. взятые ею кредиты достигли 100 тыс. фунтов. Другая подобная компания с собственным капиталом 10 тыс. фунтов имела долги 900 тыс. фунтов³⁹⁸. Наиболее курьёзным был случай, когда мелкий служащий, имевший 100 фунтов, выпустил дутые векселя на 400 тыс. фунтов³⁹⁹.

Так «торговля страны перешла посредством системы депозитных акционерных банков в руки банды бессовестных спекулянтов», а банки в Ливерпуле и Глазго обанкротились потому, что «растратили собственность своих акционеров и вкладчиков на безудержные спекуляции»⁴⁰⁰. Всё это усиливало бум учреждения новых акционерных компаний.

В это время возникла тенденция сращивания банков с промышленными предприятиями, в дальнейшем получившая широкое развитие. «За последние годы даже старые банки... разорвались вследствие слишком тесной связи с торговыми и промышленными предприятиями... банк, превратившись из туго стянутой куколки в ярко порхающую бабочку в виде общества с ограниченной ответственностью, с целью присвоения предпринимательских прибылей объединяет в себе банк, учёт, железную дорогу, металлопроизводителя, купца, биржевого маклера»⁴⁰¹.

Появление массового рынка ценных бумаг

В развитии рынков ценных бумаг в середине XIX в. был перейдён важный рубеж (сначала в Англии, а потом во Франции и в других странах Европы). Ранее этот рынок не был массовым и на нём обращались преимущественно облигации, связанные с государственным долгом. С середины XIX века за счёт индустриализации во многих странах происходило формирование среднего класса; росли его сбережения. Рынок ценных бумаг начал привлекать

³⁹⁸ Evans D. M. The History of the Commercial Crisis 1857– 1858 and the Stock Exchange Panic of 1859 / D. M. Evans. – L.: Groombridge, 1859. – P. 73–74.

³⁹⁹ Revue Contemporaine. – 1858. – 2 serie, T II. – P. 555.

⁴⁰⁰ The Times. – 1858. – 15 Jan.

⁴⁰¹ The Times. – 1866. – 14 May.

мелких инвесторов и стал превращаться в инструмент для преобразования сбережений в инвестиции.

Решающую роль в создании массового рынка ценных бумаг и в смещении акцента с облигаций на акции сыграли в это время железнодорожные компании. Создание транспортной инфраструктуры происходило во многих странах и было в то время основным направлением инвестиций. Поскольку значение государственных облигаций на рынках ценных бумаг во второй половине XIX в. уменьшалось⁴⁰², инвесторы начали искать более выгодные инструменты. Ими стали акции и облигации железнодорожных компаний. Когда с середины XIX в. на биржи устремился поток железнодорожных акций и облигаций, доступных для многочисленных мелких инвесторов, возник массовый рынок ценных бумаг. Настало время безудержной биржевой спекуляции, когда быстро наживались огромные состояния и так же быстро мог наступить крах. «Век девятнадцатый, железный, Воистину жестокий век! Век расшибанья лбов о стену, Экономических доктрин, Конгрессов, банков, федераций, Век акций, рент и облигаций»⁴⁰³.

Информационная революция и мировые финансовые центры 1850–1860-х годов

Благодаря развитию средств связи (телеграфа, а с конца 1870-х и телефона) обмен информацией между национальными рынками стал более быстрым и простым, приобретая принципиально новое качество. А рынки ценных бумаг отдельных стран начали объединяться в общую систему. Эти инновации 1850-х – 1860-х годов без преувеличения можно назвать «информационной революцией», в значительной мере касавшейся и финансовой информации.

Телеграф вместе с железными дорогами и океанскими лайнерами стал ключевым элементом глобальной (или почти глобальной) сети обмена людьми, информацией, товарами и капиталами. Телеграфные линии выполняли в то время примерно ту же функ-

⁴⁰² Прибыльность государственных облигаций во второй половине XIX в. постепенно снижалась (для британских облигаций – с 3% в середине века до 2,75% в 1899 г. и 2,5% в 1903 г.; для французских, также торговавшихся на Лондонской бирже, – с 4,5% в середине века до 3,7% в 1903 г.) (Homer S. A. A History of Interest Rates / S. Homer, A. Sylla. – New Brunswick: Rutgers University Press, 1996. – P. 192).

⁴⁰³ Блок А. Два века. –

<http://www.aai.ee/~vladislav/poesia/index1.html>?http://www.aai.ee/~vladislav/poesia/rus/copies/poets/Blok_Kov.html.

цию, что и современный Интернет, поэтому телеграф иногда называют «Интернетом Викторианской эпохи»⁴⁰⁴. В отличие от Интернета, не имеющего выраженного центра и в полной мере реализовавшего принцип сетевой структуры, сердцем мировой телеграфной сети была Великобритания и особенно Лондон. Британские телеграфные линии достигли к 1855 г. длины 14 тыс. км, американские – 80 тыс. В 1851 г. под проливом Ла-Манш был проложен телеграфный кабель между Лондоном и Парижем, а в 1858 г. – кабель через Атлантику в США. В 1860-е годы появилась регулярная телеграфная связь между Лондоном и Нью-Йорком⁴⁰⁵.

Телеграф сделал значительно более эффективным управление экономикой британских колоний непосредственно из Лондона. И если в первой половине XIX века лондонские предприниматели должны были ждать ответа на деловое письмо в Индию шесть месяцев, то с появлением телеграфа такую же сделку можно было совершить за шесть часов. С появлением телеграфа передача информации значительно ускорилась, а надёжность связи возросла.

После того как основные финансовые центры были соединены между собой телеграфной связью с помощью наземных и подводных кабелей, финансовые рынки различных стран оказались информационно связанными между собой. Капитализация финансовых рынков в Лондоне и Париже начала быстро расти, а стоимость накопленных ценных бумаг составляла заметную долю ВВП (так, общая сумма иностранных ценных бумаг, обращавшихся в Париже, достигла 8 млрд франков в 1865 г., более 30% ВВП Франции – 18 млрд франков).

В это время широкое распространение приобретала финансовая пресса и стала создаваться ещё одна, также принципиально новая сеть для обмена биржевой информацией. С 1844 г. в Великобритании начал издаваться известный журнал *The Economist*, публиковавший, кроме аналитических обзорных статей, текущую биржевую информацию о котировках ценных бумаг. В 1850-е годы в Брюсселе появился подобный еженедельник на французском языке – *La Semaine Financiere*. Издание журнала в Брюсселе и сво-

⁴⁰⁴ Standage T. *The Victorian Internet: The Remarkable Story of the Telegraph and the Nineteenth Century's On-Line Pioneers* / T. Standage. – N.Y.: Walker and Co, 1998. – P.VIII.

⁴⁰⁵ По количеству и протяжённости подводных телеграфных линий Великобритания лидировала (51,2%), на втором месте была Франция (15,15%) (Wenzlhuemer R. *Connecting the Nineteenth-Century World: The Telegraph and Globalization* / R. Wenzlhuemer. – Cambridge: Cambridge University Press, 2013. – P. 262).

бодный публицистический стиль статей позволял в значительной мере быть свободным от французской политической цензуры, что повышало независимость публикаций и качество финансовой информации. А в 1873 г. Поль Леруа-Болье начал издавать в Париже журнал *L'Economiste Francais*.

Появилась и пресса, рассчитанная на инвесторов. В 1856 г. во Франции Альфонс Куртуа опубликовал первое издание справочника для инвесторов – *Manuel des Fonds publics et des societes par actions*, в котором были впервые систематизированы все государственные и корпоративные облигации, обращавшиеся в Париже. Справочник имел большой успех и не раз переиздавался (в 1883 г. вышло восьмое его издание). А в 1863 г. в Лондоне *The Economist* стал публиковать ежемесячное приложение *Investors Monthly Manual*.

Финансовой информации стало более чем достаточно, и свободный доступ к ней давал новые возможности тем, кто только лишь начинал свою деятельность на рынке ценных бумаг. Доступность информации создавала новый уровень ответственности и для опытных участников рынка – всё больше становилось требований по раскрытию информации, а многие иностранные эмитенты облигаций и акций (в том числе российские, японские и др.) должны были публиковать информацию о своём финансовом состоянии.

В период расцвета свободной торговли и концентрации капиталов, кроме основных мировых финансовых центров, где проводились операции с ценными бумагами (Лондона, Парижа, Нью-Йорка и Берлина), возникли новые финансовые центры – Петербург в Европе, Токио, Шанхай и Бомбей в Азии, Сидней в Австралии, Йоханнесбург в Африке. Финансовые ресурсы, воплощённые в ценных бумагах, стали более мобильными, а их потоки между основными мировыми «столицами капитала» создали транснациональную систему финансовых связей, готовя условия для экспорта капитала и формирования общемирового рынка ценных бумаг.

Британский рынок ценных бумаг в период свободной торговли

Викторианская эпоха

Каждый год правления королевы Виктории (1837–1901) всё больше раздвигал границы Британской империи. По словам Дизраэли, «в те дни Англия была домом для немногих»⁴⁰⁶. Британцев влекли далёкие горизонты – раскинувшаяся по всему миру колониальная империя предоставляла для этого возможности, а океанские пароходы и железные дороги упростили перемещение по всему миру не только товаров, но и людей. За счёт транспортной революции мир стал восприниматься как единый, и это единство мира, пусть кажущееся, завораживало и обещало новые безграничные возможности для бизнеса⁴⁰⁷. В то время когда «Британия правила морями», как любили говорить в Викторианскую эпоху, любой подданный королевы мог вполне безопасно добраться в любой конец мира и так же безопасно довести туда свои товары и капиталы. Так было когда-то в давно исчезнувшей Римской империи.

Торговля с дальними странами и связанная с ней массовая миграция из Англии в колонии привели к созданию в 1850–1870-е годы обширной транснациональной сетевой структуры международных торговых и экономических связей, подготавливая условия для эпохи экспорта капитала в конце XIX – начале XX века. Идеи свободной торговли популяризировались в Англии уже давно, ещё с книг «Богатство народов» Адама Смита и «Принципы политической экономии» Дэвида Рикардо. В 1846 г. в Англии в одностороннем порядке были снижены ввозные пошлины на многие товары, а в 1853 г. ввозимые сырьё и полуфабрикаты были полностью освобождены от пошлин; на промышленные товары пошлины не должны были превышать 10% их стоимости⁴⁰⁸. В 1850-е годы значение

⁴⁰⁶ Черчилль У. Мировой кризис. Кн. 1 (1911–1914). – www.on-island.net/History/Churchill/WorldCrisis/WWC_book_1.htm.

⁴⁰⁷ Впрочем, страсть британцев к переселению в дальние страны была понятна далеко не всем: «Кто же ездит в Америку и Египет! Англичане: так уж те так господом богом устроены; да и негде им жить у себя. А у нас кто поедет? Разве отчаянный какой-нибудь, кому жизнь нипочём», – говорил герой романа И. Гончарова (Гончаров И. Обломов / И. Гончаров. – Гл. 3. – <http://ilibrary.ru/text/475/p.1/index.html>).

⁴⁰⁸ Под влиянием примера Великобритании в 1846 г. пошлины были снижены в США, а в 1852 г. в Германском таможенном союзе. В том же 1852 г. Франция сняла

экспорта на внешние рынки для Великобритании заметно возросло – в 1857–1860 гг. около 20% продукции британской промышленности экспортировалось, а из прироста продукции промышленности в 1847–1857 гг. на экспорт уходило до 40%⁴⁰⁹.

Триумф свободной торговли вряд ли был бы возможным без создания транспортной инфраструктуры, основанной на железных дорогах и паровых судах⁴¹⁰, что требовало значительных финансовых ресурсов, концентрации капиталов и общего роста экономики. И действительно, с 1848 по 1873 г. в британской экономике отмечались максимальные темпы экономического роста. ВВП увеличивался в среднем на 2,5% в год (во Франции этот показатель в целом для XIX в. составлял 1,5–2%). ВВП на душу населения стабильно рос на 1,2% в год, а процентная ставка обычно не превышала 3,5%⁴¹¹.

Уильям Черчилль, вспоминая слова автора «Истории Англии» Томаса Маколей (впервые опубликована в 1848 г.) о том, что «история нашей страны за последние сто шестьдесят лет есть история физического, нравственного и умственного совершенствования», отмечает, что «это ободряющее замечание» Маколей «пришлось по нраву современным читателям. В стране господствовал оптимизм. Перед Соединённым Королевством, подразумевал Маколей, лежит ещё более блестящее будущее. И он оказался прав»⁴¹².

Англия была общепризнанным лидером в международной торговле (20% общего объёма торговли в 1850 г., 25% – в 1825 г.). Эта торговля управлялась и финансировалась банкирами из лондонского Сити (бывшего не только финансовым, но и, прежде всего, торговым центром Британской империи).

запрет на ввоз ряда британских товаров, а в 1860 г. заключила с Англией торговый договор, открывший французские рынки для британских товаров.

⁴⁰⁹ Mulhall M. The Dictionary of Statistics / M. Mulhall. – L.: Routledge, 1909. – P. 369.

⁴¹⁰ В начале XIX века британским парусным кораблям необходимо было от пяти до восьми месяцев, чтобы добраться до Индии, а после открытия в 1869 г. Суэцкого канала путь туда на пароходе занимал четыре недели. Железные дороги, построенные в колониях (в начале XX века британским инвесторам принадлежало 113 железных дорог в 29 странах от Южной Америки до Африки и Китая), дали возможность достаточно быстро перевозить товары к портам (Брендон П. Упадок и разрушение Британской империи / П. Брендон. – М.: АСТ, 2010. – С. 198, 201).

⁴¹¹ Bairoch P. Europe's Gross National Product: 1800–1975 / P. Bairoch // Journal of European Economic History. – 1976. – № 5. – P. 288.

⁴¹² Черчилль У. История англоязычных народов. В. 4. Т. 4 / У. Черчилль. – Екатеринбург: Гонзо, 2012. – С. 83–84.

Лондонский порт был крупнейшим в мире, а владельцы кораблей и судоходные компании процветали, так же как и финансисты на Ломбард-стрит, поскольку в них нуждалась торговля, в сущности, и создавшая лондонский Сити. Британская международная торговля была связана преимущественно с раскинувшейся по всему миру колониальной империей, хотя с середины XIX в. значение колоний для британской экономики стало изменяться. Из источника накопления первоначального капитала, получаемого путём прямой или косвенной эксплуатации (говоря иными словами – насильственного вывоза всего ценного, что оттуда можно было вывезти, начиная с золота и заканчивая дешёвой рабочей силой), колонии начали превращаться не только в источник сырья для английской промышленности, но и в рынок сбыта для промышленной продукции.

В эти годы политика свободной торговли была самым действенным инструментом экспансии британских капиталов⁴¹³. Так же, как и во время предыдущего подъёма 1840-х годов, в 1850–1857 гг. основная сфера инвестирования капитала была связана с железными дорогами (преимущественно американскими). Кроме США, британский капитал в 1840-е и 1850-е годы широко инвестировался в европейские железные дороги – британцам принадлежало более 40% акций французских железных дорог. «Английские финансисты, директора компаний и инженеры кишели по всей Европе. Англичане преобладали среди директоров континентальных железнодорожных обществ», и значительная часть капиталов, вложенных в железнодорожное строительство в Европе в 1851–1856 гг., «была английского происхождения»⁴¹⁴.

С тех пор Англия стала основателем и лидером первого либерального экономического миропорядка, окончательно сформировавшегося к середине XIX в. В основе такого миропорядка было несколько основных идей, и прежде всего идея свободной торговли, а также принцип невмешательства в предпринимательскую

⁴¹³ В 1831–1856 гг. инвестиционный капитал составлял 10,4% ВВП (в 1800–1830 гг. – 10,3% ВВП). В акции инвестировалось 0,9% ВВП (в первые десятилетия XIX в. – 1,1%), иностранные инвестиции составляли 2,2% ВВП (в 1800–1830 гг. – 1,7%). В 1860-е годы за счёт общего роста ВВП инвестиционный капитал снизился до 7,2% ВВП, инвестиции в акции остались неизменными – 0,9% ВВП, а иностранные инвестиции выросли более чем в два раза – до 4,5% ВВП (Lee C. H. *The British economy since 1700: a macroeconomic perspective* / C. H. Lee. – London: CUP Archive, 1986. – P. 51).

⁴¹⁴ Гобсон Ч. Экспорт капитала / Ч. Гобсон. – М.: Издательство Комкадемии, 1928. – С. 119–120.

деятельность. Дополнялись эти принципы либерального миропорядка золотым стандартом (обеспечивавшим наиболее благоприятные условия для международного свободного движения капиталов) и мобильностью трудовых ресурсов.

Вся история Британской империи стала последовательной реализацией этих идей (хотя и в духе британского империализма), в полной мере воплотившихся в жизнь во второй половине XIX в. А период «англоглобализации» привёл к распространению идей экономического либерализма во многих регионах мира, наглядно доказывая, что секрет материального благополучия не в количестве накопленного золота, а в свободе предпринимательства, неотделимой от идеи личной свободы.

Финансовое сердце мира

Лондон стал реальным воплощением экономического чуда XIX века и центром притяжения торговли. Финансовое сердце мира билось в лондонском Сити – через этот город протекало в три раза больше заёмного капитала, чем через Нью-Йорк. Развитие международной торговли в Британской империи привело к усилению концентрации капиталов – «Викторианская эпоха прошла в накоплении общественных средств»⁴¹⁵.

Финансовые операции нуждались в свежей информации, и Лондон стал не только финансовым сердцем мира, но и информационным. «Теперь новости доступны всем», – недовольно говорил Ротшильд в 1851 г.⁴¹⁶, когда появился телеграф и Ротшильд со своей знаменитой голубиной почтой утратил преимущество в получении свежих новостей с бирж Европы. Лондон был тогда полноценной столицей мира – маленькой моделью целого мира Викторианской эпохи. Он привлекал к себе не только капиталы со всего мира, но и людей – журналистов, художников, писателей, а также множество предпринимателей разного уровня. Многие приезжали в этот город, чтобы понять, в каком направлении движется цивилизация.

Так столица Великобритании стала признанным финансовым центром мира. Процессы превращения Сити в такой центр между-

⁴¹⁵ Черчилль У. Мировой кризис. Кн. 1 (1911–1914). – www.on-island.net/History/Churchill/WorldCrisis/WWC_book_1.htm.

⁴¹⁶ Ferguson N. The House of Rotschild. Vol. 2 / N. Ferguson. – N. Y.: Penguin Books, 2000. – P. 65.

народного масштаба, начавшиеся ещё во время бума иностранных облигаций в 1820-е годы, наконец дали свои результаты. Конкурентом Лондона в борьбе за роль финансового центра мира всё ещё оставался Амстердам, но главным соперником был, конечно же, Париж. Кроме финансового центра, Лондон был ещё и крупнейшим торговым центром – Великобритания занимала лидирующую позицию в мировой торговле. Создание транспортной сети, а особенно появление телеграфной связи ускорило получение как товаров, так и информации. Благодаря этому был достигнут принципиально новый уровень интеграция товарных и финансовых рынков. Банки и финансовые компании, имея свои центральные офисы в Лондоне, расширяли разветвлённую сеть своих региональных филиалов. Возвышение Лондона, превратившегося в общемировой финансовый и торговый центр, привело к тому, что Англия вместо «мастерской мира» (какой она была в начале XIX века) стала, по словам Натана Ротшильда, «банком для всего мира»⁴¹⁷.

Уже в то время в Лондоне было проще всего получить любые финансовые услуги, и этот город как магнит притягивал к себе капитал со всего мира. Во время политической нестабильности в ряде стран континентальной Европы и революции 1848–1849 гг. во Франции и германских государствах, британский финансовый рынок, наиболее безопасный и надёжный, как и во время наполеоновских войн, считался наилучшим местом для вложения капиталов континентальных инвесторов. Подобные процессы происходили и в 1871–1872 гг. из-за тревожной обстановки во Франции во время франко-прусской войны 1870–1871 гг. и Парижской коммуны 1871 г., когда снова отмечался отток финансовых ресурсов из континентальной Европы в Лондон. В это время депозиты в английских банках достигли 120 млн фунтов (во Франции в это время объём депозитов составлял лишь 13 млн фунтов).

«Англия далеко превосходит силой своего кредита Францию, парижская биржа едва может удовлетворить потребности своего рынка и потребности французской казны; лондонская биржа является источником денег для всех нуждающихся держав, не только Европы, но даже Америки»⁴¹⁸. Лондонскую биржу называли «са-

⁴¹⁷ King W. History of the London Discount Market / W. King. – L.: George Routledge & sons, 1936. – P. 264.

⁴¹⁸ Чернышевский Н. Г. Политика 1859 года // Чернышевский Н. Г. Полное собрание сочинений: В 15 т. М.: Государственное издательство художественной литературы, 1949. Т. 6: – С. 155–187.

мым огромнейшим из всех игорных домов земного шара»⁴¹⁹ и эта биржа «издавна привлекала к себе толпы спекуляторов со всех концов земли»⁴²⁰.

Британские банки

В 1855 г. в Англии было 409 банков и 1186 банковских филиалов, в то время как во Франции на большей части её территории отмечался дефицит банковских услуг⁴²¹. Английская банковская система была гораздо более специализирована, чем в континентальной Европе. Её центром был Банк Англии, выполнявший функции центрального банка. Крупнейшими по размерам капиталов были акционерные коммерческие банки (Joint Stock Banks)⁴²². Многие крупнейшие банки были торговыми (Merchant Banks)⁴²³. Одним из известнейших торговых банков был Baring Brothers. Отдельную группу составляли колониальные банки (Colonial Banks)⁴²⁴. Из частных банков (Private Banks)⁴²⁵ наиболее известным был Glyn, Mills, Currie & Co. Частью банковской системы были также дисконтные дома (Discont House)⁴²⁶.

С правовой точки зрения британские банки разделялись на три группы – частные банки, торговые банки и дисконтные дома.

⁴¹⁹ Телескоп. – 1833. – Часть 13. – С. 517.

⁴²⁰ Русский вестник. – 1856. – Т. 5. – С. 181.

⁴²¹ Значительно расширилась сеть британских банков за счёт колоний после открытия в 1853 г. Charter Bank в Бомбее с сетью филиалов в Калькутте, Шанхае, Гонконге и Сингапуре; в 1862 г. – Standard Bank of British South Africa; в 1865 г. – Hong Kong Shanghai Bank и др.

⁴²² Barclay & Co, Capital and Counties Bank, Lloyds Bank, London and County Banking Company, London and Provincial Bank, London and South Western Bank, London and Westminster Bank, London City and Midland Bank, London County and Westminster Bank, London Joint Stock Bank, National Provincial Bank of England, Union of London and Smiths Bank.

⁴²³ Baring Brothers & Co, Brown, Shipley & Co, Erlanger & Co, Fleming & Co, Hambro & Son, Kleinwort, Sons & Co, Morgan, Grenfell & Co, N. M. Rothschilds & Sons, J. Henry Schroder & Co и др.

⁴²⁴ Anglo-Egyptian Bank, Anglo-South American Bank, Bank of Australasia, Chartered Bank of India, Australia and China, Hongkong and Shanghai Banking Corporation, London and Brazilian Bank, London and River Plate Bank, London Bank of Australia, Mercantile Bank of India, National Bank of Egypt, National Bank of India, Standard Bank of South Africa, Union Bank of Australia.

⁴²⁵ Частные банки включали в себя Cocks, Biddulp & Co, Coutts & Co, Cox & Co, Glyn, Mills, Currie & Co, C. Hoare & Co, Holt & Co, Martins Bank Limited и др.

⁴²⁶ Alexander & Co Limited, Allen, Harvey & Ross, Brightwen & Co, R. Cunliffe & Co, Hohlet & Co, Kind and Foa, White and Shaxson.

Однако на практике по своим функциям британские банки начала XX века можно было разделить на два типа – клиринговые и торговые. Клиринговые банки (Clearing Banks) аккумулировали депозиты и выдавали кредиты. К ним относились крупнейшие британские коммерческие банки – члены Лондонской клиринговой (расчётной) палаты. Торговые банки (merchant banks) специализировались на акцептировании векселей, а также выпуске и размещении иностранных займов.

Хотя Уолтер Бейджхот в 1870 году заявлял, что «я не могу представить себе ничего лучшего как теоретически, так и в смысле практической успешности, чем частные банки, какими они были в начале своей истории»⁴²⁷, на деле к началу XX века частные банки всё больше сдавали свои позиции. Это был пережиток прошлого, когда частные банкирские дома (такие как дом Ротшильда) действительно были наиболее могущественными в мире финансов, и на смену им всё больше приходили акционерные коммерческие банки. Количество частных банков быстро сокращалось, прежде всего в провинции⁴²⁸. В Лондоне частные банки сохранялись дольше (они были связаны с капиталами родовой аристократии), но и там выживали лишь крупнейшие, такие как банк братьев Бэрингов. Акционерные коммерческие банки появились в Великобритании давно, после принятия законов 1826 и 1833 гг., создавших правовое основание для учреждения таких банков. Первоначально они были сосредоточены только в Лондоне и его предместьях, затем стали всё более распространяться⁴²⁹.

⁴²⁷ Bagehot W. *Lombard Street: A Description of the Money Market* / W. Bagehot. – London: E. P. Dutton, 1910. – P. 269.

⁴²⁸ В 1810 г. в Великобритании было 780 провинциальных частных банков, в 1825–1826 гг. – 554, в 1844 г. – 273, в 1884 г. – 172, в 1904 г. – 35 (Cassis Y. *City Bankers, 1890–1914* / Y. Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 1994. – P. 16).

⁴²⁹ Постепенное вытеснение частных банков акционерными коммерческими наглядно показывают данные 1891 г. о размерах капиталов и депозитов как тех, так и других банков. Среди частных банков крупнейшими по размеру капиталов и депозитов были Glynn, Mills, Currie & Co (капитал 1,5 млн фунтов, объём депозитов 14,043 млн фунтов), Barclay, Ransom & Co (1,0 млн фунтов и 7,969 млн), Coutts & Co (1,0 млн и 6,365 млн). Среди акционерных коммерческих банков лидировали London and Westminster Bank (4,445 млн и 26,123 млн), London Joint Stock Bank (2,963 млн и 11,359 млн), Union Bank of London (2,555 млн и 14,338 млн). Темпы роста акционерных коммерческих банков в 1891–1914 гг. показывают следующие данные об увеличении объёмов их депозитов. В London and Midland Bank они увеличились с 8,125 млн фунтов в 1891 г. до 125,732 млн в 1914 г., в Lloyds Bank – с 23,295 млн до 117,657 млн; в Barclay & Co – с 31,715 млн до 61,880 млн. В некоторых акционерных коммерческих банках значительная часть капитала находилась в руках владельцев крупных пакетов акций (более 3000 фунтов) – в Barclay & Co 70%. Но в це-

Торговые банки, специфическая часть британской финансовой системы, стали особенно многочисленными во второй половине XIX века. Основной их задачей был акцепт векселей, использовавшихся в товарных операциях внешней торговли, и эти банки нередко называли «акцептными домами» (accepting houses). Само возникновение данных учреждений было вызвано большими объемами внешней торговли, имевшей в это время практически глобальный масштаб⁴³⁰.

Начало подъёма 1850-х годов

Выход из кризиса 1847 г. и последовавшего за ним экономического спада происходил в разных странах не одновременно. Первые признаки улучшения начались в Великобритании. Доминирующее положение английского товарного и финансового рынков было однозначным, и любые колебания на этих рынках сразу же отзывались по всему миру. «Как период кризиса, так и период процветания наступает на континенте позже, чем в Англии. Первоначальный процесс всегда происходит в Англии; она является демипургом буржуазного космоса»⁴³¹.

После периода европейских революций 1848–1849 гг. началось десятилетие быстрого экономического роста – во многих странах строились железные дороги и крупные промышленные предприятия, формировалась банковская система. Казалось бы, что может помешать этому прогрессу? Однако ему предстояло в очередной раз натолкнуться на препятствие, скрытое в подверженном циклическим взлётам и падениям мире ценных бумаг.

лом эта тенденция не была характерна для британских акционерных коммерческих банков. По данным 1901–1904 гг., в Lloyds Bank крупным акционерам принадлежали 26,3% капитала, в Union of London and Smiths Bank – 25,4%, в London Joint Stock Bank – 16,9%, в Midland Bank – 15,8%, в National Provincial Bank – 10% (Cassis Y. City Bankers, 1890–1914 / Y. Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 1994. – P. 20, 47, 70).

⁴³⁰ По размерам капитала и общей сумме акцептов среди торговых банков в 1914 г. лидировал Kleinwort, Sons & Co (капитал 4,431 млн фунтов, сумма акцептов 13,6 млн фунтов), затем шли J. Henry Schroder & Co (3,0 млн и 11,6 млн), Baring Brothers & Co (1,125 млн и 6,6 млн) и другие.

⁴³¹ Маркс К. Классовая борьба во Франции с 1848 по 1850 г. / К. Маркс. – https://www.marxists.org/russkij/marx/1850/class_struggles_france/04.htm.

Новый подъём стимулировало открытие месторождения золота в Калифорнии в 1848 г. и Австралии в 1851 г. Быстрый рост добычи золота и спрос золотonosных районов на продукцию промышленности дал сильный толчок росту производства в Европе. Золото поступало в банки, стимулируя расширение кредита, а это, в свою очередь, создавало условия для расширения экспорта английских товаров в США. Приток большого количества золота, с одной стороны, активизировал финансовые рынки, с другой – вёл к росту цен. Однако в любом случае он стимулировал производство в странах Европы.

Ускорили подъём и европейские революции 1848 г. Вначале известия о них вызвали в Великобритании тревожные настроения, но вскоре «Англия... получила прямую выгоду от революции, которая содействовала притоку к ней массы капиталов с континента. С этого момента кризис в Англии можно считать исчерпанным; во всех отраслях торговли наступило улучшение, и новый промышленный цикл начинается решительной тенденцией к процветанию»⁴³². В середине 1849 г. под влиянием подъёма в Англии признаки оживления экономики отмечались и в Германии, и во Франции⁴³³.

К концу 1848 г. оживление началось в экспортных операциях и в текстильной промышленности, хотя в металлургической промышленности и в железнодорожном строительстве продолжался застой. И только к 1850 г. подъём в Англии стал всеобщим. Основой подъёма было накопление свободного капитала, не находившего себе применения во время экономической депрессии. По мере накопления такого капитала снижалась учётная ставка⁴³⁴. Низкая учётная ставка, обеспечившая дешёвый кредит, активизировала промышленность и торговлю.

⁴³² Энгельс Ф. Третий международный обзор // К. Маркс, Ф. Энгельс. Собр. соч. – Т. 7. – С. 454. – <http://www.informaxinc.ru/lib/marx/07.html>.

⁴³³ Особенно быстро росли обороты международной торговли, увеличившись с 1840 по 1850 г. на 45% (с 10 млрд марок до 14,5 млрд марок), а с 1850 по 1860 г. – на 85% (с 14,5 до 26,8 млрд марок) (Scherzer K. Das Wirtschaftliche Leben der Völker / K. Scherzer. – Leipzig: A. Dürr, 1885. – S. 638).

⁴³⁴ С 8–15% в октябре 1847 г. до 2,5–3% в октябре 1848 г. и до 1,75–2,5% в феврале 1849 г. (Трахтенберг И. А. Денежные кризисы (1821–1938 гг.) / И. А. Трахтенберг. – М.: Изд-во Академии наук СССР, 1939. – С. 509).

Государственный долг удалось сократить благодаря «Акту Гладстона»⁴³⁵ 1855 г. Этот закон дал правительству полномочия «время от времени извлекать известную сумму бессрочных рент», находящихся в ведении National Debt Office в фонде вкладов сберегательных касс, и превращать эти бессрочные ренты в ренты, погашаемые в течение 30 лет. Погашение должно было быть регулируемо таким образом, чтобы ежегодные процент и погашение оставались постоянными. За счёт этого «погашение, бывшее весьма умеренным вначале, увеличивалось год от года». Благодаря «Акту Гладстона» в 1855 г. государственный долг Англии за тридцать лет значительно уменьшился, и это прошло «незаметно для плательщиков, хотя погашение проводилось весьма энергично»⁴³⁶.

Начало нового подъёма сопровождалось концентрацией капитала и массовыми слияниями компаний. Из существовавших в 1846 г. 200 английских железнодорожных компаний в 1848 г. сохранилось только 20 крупных, остальные не пережили кризис и экономический спад⁴³⁷. Государство не оказывало поддержки железнодорожным компаниям, не выжившим в условиях кризиса. В Великобритании отношение к централизованному государству и к его вмешательству в экономику было принципиально иным, чем во Франции или Германии. Это вмешательство считалось деструктивным и вредным для экономического роста, который обеспечивался индивидуальной инициативой частных предпринимателей. Соответственно, планированием железнодорожного строительства занимались частные предприниматели, они же обеспечивали финансирование этих проектов.

⁴³⁵ Уильям Гладстон (William Ewart Gladstone; 1809–1898) в 1852–1868 гг. канцлер казначейства, затем премьер-министр Великобритании в 1868–1874 гг., 1880–1885 гг., 1886 г., 1892–1894 гг.

⁴³⁶ В 1855 году, когда оканчивался 30-летний период действия акта 1855 г., парламент проголосовал за «продолжение погашения посредством срочных аннуитетов». Так, «благодаря разумной политике», дело, начатое Гладстоном в 1855 году, «было доведено до конца как наиболее полезное постановление английского финансового ведомства», став одной из причин «подъёма государственного кредита». А National Debt Office, управляемый коллегией главных комиссаров государственного долга, «даёт полезное употребление той сумме, которая ежегодно поступает как погашение», помещая её «в счёт фонда сберегательных касс в гарантированные государственные бумаги, и притом наиболее выгодные». Так капиталы, накопленные сберегательными кассами, «сослужив службу государственному кредиту покупкой ренты и погашением государственного долга, направились в другие национальные предприятия» (Три великие акта Гладстона. 1855–1861–1870 // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1899. – № 37. – С. 386).

⁴³⁷ Такая же тенденция к слиянию и поглощению отмечалась и среди железнодорожных компаний Франции.

Железнодорожный бум 1850-х в США, Франции, Германии, России и других странах оказал стимулирующее влияние на британскую промышленность. Общая сумма инвестиций в британскую промышленность в 1847–1857 гг. составляла ориентировочно 300–350 млн фунтов (в постройку железных дорог – 125 млн фунтов)⁴³⁸. Столь быстрое расширение объемов инвестиций было необычным даже для Великобритании – в таких масштабах оно происходило, пожалуй, впервые и объяснялось радикальным расширением мировых рынков с началом эпохи свободной торговли. Но в этом расширении была заложена основа нового кризиса, так как рост производства не соответствовал реальным возможностям потребления и снова порождал угрозу перепроизводства, такую же как в 1830-е и в 1840-е годы.

Промежуточные кризисы 1851 и 1854 гг.

В 1850-е годы активное учредительство и масштабная кредитная экспансия привели к дестабилизации денежного рынка, а спекулятивный ажиотаж на рынке ценных бумаг создал дефицит кредитов. Назревал не только денежный, но и общий экономический кризис. В Англии до 1853 года было 994 акционерные компании, но во время акционерного бума середины 1850-х годов количество учреждённых компаний быстро возросло до 4409, из которых 3084 были «дутыми» и существовали недолго, поглощённые кризисом 1856–1857 гг.

В 1850-е годы, по мере усиления общего учредительского и акционерного ажиотажа, приближавшего кризис 1857 г., отмечалось два небольших промежуточных кризиса – непродолжительный торговый кризис 1851 г. во Франции и кризис 1854–1855 гг. в Англии, когда экспорт в США сократился на 27%, в Австралию – на 59%. Причина кризиса 1854 г. была та же, что и у предыдущих, – переполнение рынков английскими товарами. Сокращение экс-

⁴³⁸ Хотя английская железнодорожная сеть была уже в целом построена, британский металл, рельсы, паровозы и прочее оборудование широко экспортировалось в другие страны, обеспечивая заказами промышленность (в 1847–1857 гг. в Англии выплавка чугуна увеличилась на 1,7 млн т, во всех остальных странах – не более чем на 800–900 тыс. т. Значительно расширилось машиностроение – с 1847 по 1857 г. экспорт продукции машиностроения вырос с 1,3 до 3,9 млн фунтов (Commerce and Industry: Tables of statistics for the British Empire from 1815. Edited by William Page. – L.: Constable and Co., Ltd., 1919. – P. 137, 170).

порта привело к тому, что многим предприятиям пришлось сокращать производство, увеличилось и количество банкротств.

Отчасти этот кризис объясняется началом Крымской войны, однако то обстоятельство, что первые признаки спада отмечались в конце 1853 г., ещё до того как Англия и Франция объявили войну России, говорит о том, что кризис 1854 г. имел свои сугубо экономические причины. К тому же этот кризис был весьма заметным в США, не связанных с Крымской войной.

Вскоре, в 1856 г. объёмы британского экспорта снова резко возросли на 20 млн фунтов. Учредительская горячка и спекулятивный биржевой ажиотаж достигли своего апогея. Осенью 1855 г. на финансовых рынках начала ощущаться напряжённость, а осенью 1856 г. во Франции и Германии начался финансовый кризис, скоро распространившийся на Англию и США.

Обстановка на европейских финансовых рынках весьма напоминала преддверие кризиса 1847 года. Учётные ставки были повышены до 7–9% в Германии, до 6% во Французском и 7% в Английском банках. Стали снижаться курсы акций, на германских биржах в сентябре 1856 г. появились первые признаки панических настроений. Отток золота из Лондона и Парижа настолько усилился, что возникла угроза для золотых запасов Банка Франции и начала обсуждаться возможность приостановки обмена его банкнот на золото. Напряжённость всё больше усиливалась за счёт биржевой спекуляции, нуждавшейся в капиталах.

Хотя кризис ещё не начался, везде были явные признаки перепроизводства, переполненные склады и т. п. В конце 1856 г. напряжённость на финансовых рынках несколько ослабела, но ненадолго. В Англии в предкризисный период объём банковских депозитов вырос почти в пять раз, но банки вкладывали эти средства в необеспеченные кредиты (в большинстве случаев эти кредиты были вексельными). При первых же признаках приближения кризиса оказалось, что многие взявшие кредиты компании не в состоянии оплатить векселя в срок. Накануне кризиса многим в Англии казалось, что финансовые ресурсы, ищущие заёмщиков, безграничны. Но спекулянты пытались выжать из кредитной системы максимум её возможностей – заёмщики стремились ко всё большей прибыли, а кредиторы были готовы на всё больший и больший риск. Началось нагромождение огромной пирамиды заёмного капитала и необеспеченных кредитов, готовой рухнуть при первом же толчке.

В отличие от других циклических кризисов, крах 1857 года происходил практически одновременно в Англии, Франции, Германии и США, хотя хронологически начался он в США в августе. Англии достиг в сентябре-октябре, других стран континентальной Европы – в ноябре 1857 г. Так кризис 1857–1858 гг. приобрёл мировой масштаб. К. Маркс, современник событий, часто упоминал о нём. «Американский кризис... превосходит», – писал он в письме Энгельсу. «Американский крах великолепен и далеко ещё не миновал, – отвечал Энгельс через несколько дней. – Воздействие на Англию сказалось также... Торговля теперь на три-четыре года расстроена»⁴³⁹.

Толчком к началу кризиса в Англии стала информация о банковском кризисе в США, и через две недели этот кризис достиг английских банков. Так события в США подтолкнули начало финансового кризиса в Великобритании. Первыми пострадали компании, инвестировавшие капиталы в США, вслед за ними волна банкротств затронула и другие компании, связанные с Европой, Австралией и британскими колониями. Кризис парализовал ряд крупнейших банков (Liverpool Borough Bank в Ливерпуле, Western Bank of Scotland в Глазго, City of Glasgow Bank, Northumberland and Durham District Bank в Ньюкасле и др.). После начала массового изъятия вкладов в этих банках они обратились за помощью к Банку Англии, но и он мог оказать лишь ограниченную поддержку, так как его ресурсы быстро уменьшались. В таких условиях Банку Англии пришлось с 8 октября по 9 ноября пять раз поэтапно повышать свою учётную ставку с 5,5 до 10%. До 10% банк ещё ни разу в своей истории не поднимал учётную ставку, но и по такой ставке на практике невозможно было учесть даже самые лучшие векселя. После того как золотой резерв банка снизился с 11,2 млн фунтов 18 июля и до 6,7 млн 11 ноября, пришлось на время отменить (как и в 1847 г.) действие Банковского акта Роберта Пиля, определявшего зависимость эмиссии банкнот от размера золотого резерва.

Финансовый кризис в Англии достиг своей высшей точки. Ряд коммерческих банков были вынуждены приостановить платежи вкладчикам – в частности, крупный провинциальный Borough

⁴³⁹ Маркс К., Энгельс Ф. Письма / К. Маркс, Ф. Энгельс. – Сочинения [2 изд.]. – Т. 29. – library.rksmb.org/text/kmfe-pss-t29.pdf.

Bank в Ливерпуле. В Глазго 9 ноября прекратил платежи Western Bank of Scotland, что вызвало массовую панику. Вкладчики, приходившие в банк за деньгами, отказывались брать банкноты любых банков; им было уже всё равно, какой именно это банк, – все хотели только золото. Толпа заполнила улицы Глазго и власти, опасаясь беспорядков, послали в город войска. Паника ослабела только после того, как стало известно о прибытии из Лондона запаса золотых монет для уплаты вкладчикам. Наконец 12 ноября было принято решение о дополнительной эмиссии Банком Англии банкнот на сумму 8 млн фунтов.

Когда в Англии кризис был в разгаре, десятки банков становились банкротами, а вкладчики лишались своих сбережений, Маркс писал 13 ноября Энгельсу: «Хотя сам я испытываю финансовую нужду, однако с 1949 года я не чувствовал себя так уютно, как при этом крахе»⁴⁴⁰, подтверждавшем его идеи о саморазрушительности капитализма⁴⁴¹.

Во время кризиса немало было скандалов, связанных с откровенным мошенничеством (одним из наиболее нашумевших стал скандал с Royal British Bank, использовавшим всевозможные мошеннические схемы для увеличения подписки на выпущенные акции). Общий размер убытков, вызванных кризисом, достиг в Англии 250–300 млн фунтов, в том числе владельцы бумаг обанкротившихся компаний потеряли около 80 млн фунтов. Считается, что убытки от финансового кризиса 1857 г. в Англии были в два раза большими, чем от кризиса 1847 г.

К декабрю 1857 г. финансовый и биржевой кризис в Англии отступили на второй план, и в центре внимания был уже промышленный кризис. «Европейский кризис, центром которого является Англия... изменил свой облик... Теперь кризис в промышленности выступил на передний план, а денежные затруднения заняли последнее место»⁴⁴².

⁴⁴⁰ Маркс К., Энгельс Ф. Письма / К. Маркс, Ф. Энгельс. – Сочинения [2 изд.]. – Т. 29. – library.rksmb.org/text/kmfe-pss-t29.pdf.

⁴⁴¹ Впрочем, уже к середине 1858 года кризис закончился практически во всех основных странах, не вызвав особых социальных конфликтов, вопреки ожиданиям Маркса. А с 1859 г. начался новый экономический подъем. Так, кризис 1857–1858 гг. показал не столько «саморазрушительность капитализма», как это хотелось бы Марксу, а способность финансовых крахов «выпускать пар» за счёт банкротств и, очищая рынок от слабых участников, подготавливать почву для нового подъёма.

⁴⁴² «Если раньше... центром пожара был Лондон, теперь им стал Манчестер... Сравните, например, лондонские и манчестерские газеты за те же числа. Первые, следя лишь за приливом и отливом золота, сияют от восторга, когда Английский банк по-

Великобритания быстрее других стран преодолела последствия кризиса 1857 г., и уже в 1858 г. были достигнуты докризисные показатели в английской промышленности и торговле. «Многочисленные банкротства заметно очистили атмосферу торговли. Корабли снова получили рыночную ценность; товарные склады опять начали строиться и наполняться. Биржи ожили, и миллионеры решительно повеселели... никогда ещё не было более блестящей торговой перспективы, более ясного, сулящего удачу неба»⁴⁴³. Дольше всего кризис длился во Франции, где он закончился только к 1860 году.

После кризиса в 1857 г. было существенно пересмотрено английское акционерное законодательство. Законодательные акты второй половины 1850-х годов и новая версия акционерного закона (Companies Act 1862 г.) должны были оградить участников рынка от мошенничества. Однако когда во время следующего бума было учреждено (с 1856 по 1868 г.) 6994 акционерные компании, из них 5321 снова оказались «дутыми». Особенно частыми были случаи, когда промышленные предприятия преобразовывались в акционерные компании с целью спекуляции на бирже выпущенными акциями, хотя в структуре самого предприятия при этом практически ничего не менялось. Реально оплаченный капитал этих обществ редко превышал 20% номинальной суммы акционерного капитала. Большая часть таких компаний не пережила очередного акционерного краха 1865–1867 гг.

В 1859 г. начался новый экономический подъём и значительно расширился экспорт – в 1866 г. совокупные обороты внешней торговли Великобритании достигли 534 млн фунтов. Кроме общего промышленного потенциала, расширение британского экспорта было основано и на росте колониальной империи (в 1860 г. в британских колониях проживало 145 млн человек, в 1876 г. – 252 млн человек). В колонии уходило около 30% британского экспорта, значительная его часть также шла в Китай, Турцию, Персию, не

средством новой покупки золота «укрепляет своё положение». Последние мрачны, чувствуя, что это укрепление куплено за их счёт путём повышения учётной ставки и падения цен на их товары» (New York Daily Tribune. – 1857. – 15 Dec.).

⁴⁴³ Маркс К. Историческая параллель // Маркс К., Энгельс Ф. Соч. 2-е изд. – Т. XI. – Ч. II. – С. 114.

бывшие британскими колониями, однако находившиеся под британским влиянием.

Всё большее значение приобретал экспорт британского капитала, выросший с 75 млн фунтов в 1815–1830 гг. до 120–165 млн фунтов в 1830–1854 гг. и 260 млн фунтов в 1860–1867 гг. И хотя кризис 1866 г. на время затормозил экспорт капитала⁴⁴⁴, он не изменил саму тенденцию. Расширение экспорта капитала становится понятным, если задуматься о темпах роста британского национального дохода (показатель, условно близкий к ВВП) – он вырос с 646 млн фунтов в 1851 г. до 814 млн фунтов в 1864 г. и 961 млн фунтов в 1867 г.⁴⁴⁵ Избыточный капитал искал выгодные пути размещения за пределами Великобритании. Первоначально, с 1830-х по 1850-е годы избыточные капиталы инвестировались в США, а с 1860 г. они стали вкладываться преимущественно в колониях, прежде всего в Индии.

Кроме привычного для британских инвесторов вложения капиталов в размещаемые в Лондоне иностранные займы стран Европы и Южной Америки, займы предоставляло и британское правительство. В 1860–1869 гг. такие займы, использовавшиеся для усиления политического влияния Англии, были предоставлены России (60,0 млн фунтов), Турции (47,2 млн фунтов), Египту (27,2 млн фунтов), Мексике, Бразилии и Перу (в сумме на 34,7 млн фунтов), Португалии (17,5 млн фунтов), Италии (21,4 млн фунтов)⁴⁴⁶.

Кризис 1866 г. в Англии

Сказать, что финансовый кризис 1866 г. начался неожиданно, было бы неправдой. Затруднения на финансовых рынках и Англии, и других европейских стран отмечались начиная с 1864 г., когда экономический подъём ещё был в самом разгаре. В мае 1864 г. учётная ставка Банка Англии была временно повышена с 3% до 9%. Так кризис удалось оттянуть на некоторое время, хотя экспан-

⁴⁴⁴ «К счастью, английский капитал сейчас не интересуется иностранными займами. Мы говорим к счастью, потому что это является значительной гарантией мира в Европе... Самые нуждающиеся правительства в Европе – испанское, русское, австрийское – не могут теперь занять и шести пенсов на Ломбард-стрит» (The Economist. – 1867. – 14 Sept. – P. 1037–1038).

⁴⁴⁵ Stamp J. British Incomes and Property / J. Stamp. – London: King, 1927. – P. 427.

⁴⁴⁶ Jenks L. The Migration of British Capital to 1875 / L. Jenks. – N. Y.: A. A. Knopf, 1927. – P. 421–423.

сия кредита, отдалявшая кризис, в то же время увеличивала его масштабы. Вскоре ставка была снова снижена.

Напряжение на финансовом рынке усиливалось, и это отражалось в дальнейших изменениях учётной ставки Банка Англии. С 3% в середине 1865 г. она была снова повышена до 4,5% в конце сентября, затем до 7% в начале октября, и до 8% в январе 1866 г. «Уже в начале года публику предупреждали, что она должна готовиться к кризису, когда невозможно будет достать денег не только по 10%, но, может быть, даже по 12, 15 или 20%... Причины паники развивались постепенно в течение почти трёх лет... Свыше двух лет спекуляция стимулировалась изготвлением финансовых векселей на миллионы и миллионы»⁴⁴⁷.

Общая напряжённость на финансовом рынке продолжала расти и достаточно было любого толчка, чтобы начался кризис. Паника началась в пятницу 11 мая 1866 г. после сообщения о банкротстве банкирского дома Overend and Co, одного из крупнейших. Банкирский дом предоставил крупные кредиты железнодорожным компаниям, и после банкротства двух из них оказался неплатёжеспособным с долгами в 10 млн фунтов.

Это банкротство также не было неожиданным – его причины накапливались давно. «Паника, до последнего времени ограничивавшаяся главным образом акциями финансовых обществ, постепенно распространилась и на простые ценные бумаги. Все без исключения рынки испытали сегодня дальнейшее падение». На всех биржах было «всеобщее смятение и потеря доверия», и «среди фирм, на которых паника сегодня больше всего отразилась, находится Overend and Co»⁴⁴⁸.

Коллапс Overend and Co поставил акционеров перед фактом крупных убытков и повлёк за собой дестабилизацию ряда банков. Вся эта история произошла весьма некстати – она вредила начавшей складываться репутации Сити как финансового центра всего мира. Стабильность и надёжность были принципиально важны для престижности такого финансового центра.

В «чёрную пятницу» 11 мая в Лондоне, «охваченном паникой... царил ужас... Толпы осаждали двери самых почтенных банковских домов... Массы народа, заполнившие Ломбард-стрит, сделали эту узкую улицу непроходимой... Слухи не щадили ничьей репутации. Каждый увеличивал и возбуждал подозрения соседа...

⁴⁴⁷ The Times. – 1866. – 14 May.

⁴⁴⁸ The Times. – 1866. – 30 April.

Казалось, что страх и недоверие торгового мира стали внезапно беспредельными». Так банкротство Overend and Co превратилось в настоящее «национальное бедствие»⁴⁴⁹.

Владельцы ценных бумаг начали от них поспешно избавляться, и на рынок было выброшено огромное количество акций, что вызвало резкое падение их курсов на десятки процентов, а в случае акций некоторых банков и финансовых компаний в два–четыре раза. Только за один день убытки от разницы курсов достигли 130 млн фунтов, и даже через полмесяца, когда паника уже успокоилась, огромное количество ценных бумаг общей стоимостью 1 млрд фунтов лежало мёртвым грузом, не пользуясь никаким спросом, а кредит можно было получить только под залог государственных облигаций⁴⁵⁰.

Банки и кредитные общества, осаждаемые вкладчиками, начали изымать свои резервы в Банке Англии, что создало угрозу его банкротства. Учётную ставку пришлось повысить до 10%, и Банк Англии расширил кредитование оказавшихся в затруднительном положении коммерческих банков (с мая до конца месяца объём кредитов был увеличен с 31,7 до 44,3 млн фунтов). Панику удалось погасить, но рост количества банкротств продолжался, достигнув максимума в 1868 г.

Финансовый кризис мая 1866 г. за пределами Великобритании не оказал заметного влияния на финансовые рынки других стран. Если «в 1857 г. причиной паники был промышленный кризис, то в 1866 г. паника была произведена случайным крушением крупного банка... Преждевременное крушение фирмы Overend and Co, вызвавшее кредитный кризис 1866 г., предотвратило промышленный кризис, которого можно было ожидать в ближайшем будущем». Поэтому «кризис 1866 г. был не промышленным, а кредитным кризисом»⁴⁵¹. В целом кризис 1866 г. происходил в менее драматических и острых формах, чем кризис 1857 г. в силу неравномерности и неодновременности его развития по странам и отраслям. Поэтому если кризис 1857 г. обычно считается мировым, то кризис 1866 г. чаще всего рассматривается как локальный и проявившийся больше всего в Великобритании.

⁴⁴⁹ The Times. – 1866. – 11 May.

⁴⁵⁰ The Times. – 1866. – 24 May.

⁴⁵¹ Туган-Барановский М. И. Периодические промышленные кризисы. История английских кризисов, общая теория кризисов / М. И. Туган-Барановский. – СПб.: Т-во О. Н. Поповой, 1914. – С. 128.

Вследствие общей концентрации капиталов стоимость ценных бумаг, обращавшихся на Лондонской бирже, выросла с 1,2 млрд фунтов в 1853 г. до 1,7 млрд фунтов в 1863, 2,3 млрд в 1872 г. и 7 млрд в 1903 г. (в целом в 7,5 раза)⁴⁵². Создание железнодорожной сети требовало значительных капиталовложений, в связи с чем в Англии общая стоимость ценных бумаг, использовавшихся для финансирования железных дорог, выросла с 245,8 млн фунтов в 1850 г. до 1176 млн фунтов в 1900 г.

Если вначале для этого финансирования использовались железнодорожные облигации, то потом всё большее значение стали приобретать акции. В 1853 г. объём оборота ценных бумаг железнодорожных компаний достиг на Лондонской бирже 194 млн фунтов (70% от общего объёма финансирования железных дорог), хотя и составлял лишь 16% объёма операций, пока ещё значительно уступая правительственным облигациям (70% объёма операций).

К 1873 г., когда создание британской железнодорожной сети было на 70% завершено, и в это было вложено 630 млн фунтов (60% этой суммы – после 1850 г.), общая сумма оборота ценных бумаг железнодорожных компаний достигла 374 млн фунтов. На второй стадии постройки британских железных дорог в их финансировании, кроме «железнодорожного банка» Glyn Mills, более активное участие принимали крупные банкирские дома Ротшильда и братьев Бэрингов.

Массовый выпуск железнодорожных акций имел решающее значение для развития британского рынка ценных бумаг – этот рынок значительно увеличился в объёме и стала меняться его структура. Поскольку значение государственных облигаций всё больше снижалось, а значение акций возрастало, к концу века (в 1900 г.) железнодорожные акции и облигации составляли 44% операций на Лондонской бирже.

В начале 1870-х годов, накануне кризиса 1873 года, вновь активизировался вывоз капитала из Англии. В 1860–1866 гг. в Лондоне продавалось в среднем на 33 млн фунтов иностранных ценных бумаг ежегодно, а в 1867–1876 гг. – более чем на 60 млн фун-

⁴⁵² Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006. – P. 84; Cassis Y. Capitals of Capital. A History of International Financial Centres, 1780–2005 / Y. Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 2006. – P. 62.

тов в год; среди них преобладали ценные бумаги из США. Всего же с 1866 по 1876 г. в Англии было вложено в иностранные ценные бумаги 0,5 млрд фунтов. Стоимость ценных бумаг, находившихся в это время в обращении в Англии, превышала 3 млрд фунтов, и они приносили годовой доход 50–60 млрд фунтов, что увеличивало общую массу свободных капиталов и способствовало его экспорту. Так, в 1866–1875 гг. только лишь российских государственных облигаций было размещено в Англии на 110 млн фунтов, облигаций США – на 120 млн фунтов.

В середине XIX века все британские акционерные компании (за исключением Банка Англии) должны были проводить первичное размещение акций и собрать акционерный капитал ещё до того, как начать практическую деятельность. Быстрый рост британского рынка акций и его наполнение разнообразными ценными бумагами привели к тому, что вскоре британские инвесторы Викторианской эпохи соприкоснулись с миром финансового капитализма.

Действительно, финансовый капитализм, начавший возникать в Амстердаме, в Лондоне достиг своего расцвета. Однако, обращаясь к тому времени, создаётся впечатление, что самими британцами вся эта «виртуальная реальность» финансового капитализма и мира ценных бумаг воспринималась совершенно спокойно – как нечто само собой разумеющееся, без того драматического пафоса противопоставления «реального» и «фиктивного» капитала, который привнёс во всё это Карл Маркс. Ведь в действительности капитал всегда был «фиктивным» (если вообще есть смысл использовать это выражение) с тех незапамятных времён, когда возникли кредитные отношения и первые долговые обязательства.

Индустриализация во Франции и рынок ценных бумаг

Франция в эпоху Второй империи

Начало правления Наполеона III (в 1848–1852 гг. президент, в 1852–1870 гг. – император Франции) стало завершением периода экономической стагнации, возникшей в результате экономической политики Наполеона I. Развитие предпринимательства и процессы индустриализации долгое время тормозились сильной традицией меркантилизма с её негативным отношением к идее свободной

торговли. Влиятельная потомственная аристократия – крупные землевладельцы, жившие на ренту, – не были заинтересованы в развитии предпринимательства и промышленности. По распространённым в обществе представлениям, государственная служба считалась более престижной, чем коммерция, а влиятельный во французском обществе слой творческой элиты также выражал неприязнь к предпринимательству.

Такие настроения отразились в произведениях Оноре де Бальзака, где символами алчных и готовых на всё ради прибыли финансистов стали негативные образы ростовщика Гобсека и банкира барона Нусингена. «Из всех земных благ есть только одно, достаточно надёжное, чтобы стоило человеку гнаться за ним. Это... золото. В золоте сосредоточены все силы человечества», – говорил Гобсек. А барон Нусинген (современники считали, что прототипом банкира Нусингена был барон Джеймс Ротшильд) заявлял, что он стоит выше «стеснительных для него законов честности», и это помогает ему в приобретении богатства⁴⁵³.

Железнодорожный бум 1850-х годов

В 1840-е годы Франция заметно отстала от Германии в развитии железнодорожной сети, и в 1850-е начала навёрстывать упущенное. Как и в других странах, строительство железных дорог ускорило процессы индустриализации во время экономического подъёма 1850-х годов – вскоре объём промышленного производства достиг 40% британского. Железнодорожная сеть во Франции развивалась быстрыми темпами – в 1840-е годы было построено только 1,860 км железных дорог (в Англии – 5,900 км), то в 1850-е – уже 3000 (в Англии – 10 000), а в 1870-е – 20 000 (в Англии – 25 000)⁴⁵⁴.

Так как во Франции вмешательство централизованного государства в экономику считалось позитивным и конструктивным (считалось, что в ином случае во французской экономике начнется анархия и разгул спекуляции, как во времена Джона Ло), многие

⁴⁵³ Бальзак называл его «Наполеоном биржи». Нусинген последовательно трижды ложно обанкротился, чтобы обмануть своих вкладчиков. Это не помешало ему потом стать пэром Франции и командором ордена Почётного легиона.

⁴⁵⁴ Hau M. Entrepreneurship in France / Hau M. // The invention of enterprise: entrepreneurship from ancient Mesopotamia to modern times [Ed. by D. S. Landes]. – Princeton (New Jersey): Princeton University Press, 2010. – P. 305.

ожидали, что правительство национализирует железные дороги. Сделать это не удалось – финансовые возможности правительства были ограничены. Однако жёсткий контроль над железнодорожным строительством оно установило. Планирование развития сети железных дорог и особенно финансирование её строительства происходило централизованно.

Вначале железнодорожное строительство финансировалось крупными частными банками – наибольшими были инвестиции банкирского дома Джеймса Ротшильда, вложившего 51 млн франков в строительство в 1846 году линии из Парижа в Лилль. В 1848–1851 гг. около 70% железнодорожных проектов финансировалось правительством из государственного бюджета (в начале 1840-х годов – около 30%). В дальнейшем, к концу 1850 г., роль государственного финансирования в этих проектах снизилась до 10%. Доходность действующих французских железных дорог повысилась с 22 тыс. франков на 1 км железной дороги в 1847 г. до 25 тыс. в 1853 г. и 30 в 1855 г., что привлекало всё больше инвесторов. Капиталы, вкладываемые в железнодорожное строительство, росли – с 1852 г. по 1869 г. их объём увеличился с 1 млрд франков до более чем 7 млрд.

Производственная мощность французских предприятий в разных отраслях в эти годы повысилась в 1,5–3 раза. Общий объём инвестиций в производственные компании (помимо многочисленных железнодорожных) в 1850–1857 гг. достиг 4,5 млрд франков; инвестиции в железные дороги – 2,7 млрд франков (только за один год, с 1855 по 1856 г. они составляли 1025 млн франков). В городское строительство (прежде всего в Париже) было инвестировано 1,6 млрд франков – в среднем по 200–300 млн в год⁴⁵⁵. Так промышленный подъём 1850-х годов стал для Франции, как и для Германии, решающим рубежом на пути к индустриализации.

С финансированием строительства железных дорог было связано начало экспорта французских капиталов, инвестировавшихся в строительство железных дорог в Испании, Австрии, России, других странах⁴⁵⁶. Так как промышленность Франции значительно от-

⁴⁵⁵ Lévy-Leboyer M. Histoire économique et sociale de la France depuis 1848 / M. Lévy-Leboyer. – Paris: Cours de Droit, Institut d'études politiques, 1951–1952. – P. 177; Vialles P. La Consommation et les crises économiques, thèse pour le doctorat, par Pierre Vialles / P. Vialles. – Paris: V. Giard et E. Brière, 1903. – P. 307–308.

⁴⁵⁶ По некоторым оценкам (вероятно, преувеличенным), только лишь в ценные бумаги российских железных дорог было вложено около 500 млн франков (Wirth M. Geschichte der Handelskrisen / M. Wirth. – Berlin: Ayer Publishing, 1890. – P. 319–320).

ставала в своём развитии от британской, экспорт капитала имел ростовщический характер, и о расширении экспорта французских товаров, связанных с постройкой железных дорог, в 1850-е годы говорить не приходилось.

Учредительство 1850-х годов и акционерный банк Credit Mobilier

Во Франции экономический подъём и учредительский бум 1850-х годов был особенно бурным. Его масштабность объяснялась тем, что в нём наконец-то приняла участие финансовая аристократия, в целом благополучно пережившая революцию 1848 года, несмотря на все радикальные лозунги, направленные против её влияния. Главный оплот финансовой аристократии, Банк Франции, в 1848 г. был спасён от банкротства после объявления фиксированного курса банковских билетов.

К тому же после того, как в 1849–1851 гг. около 70% инвестиций в железнодорожные проекты взяло на себя государство, эти проекты (так же как и выпуск государственных займов) широко использовались финансовой аристократией для своего обогащения за счёт многочисленных льгот в приобретении ценных бумаг по минимальной цене и т. п. Обогатилась финансовая аристократия и во время массовой перестройки Парижа в середине XIX в.

В начале подъёма 1850-х годов в марте 1852 г. были учреждены банки сельскохозяйственного (Credit Agricole) и земельного кредита (Credit Foncier)⁴⁵⁷, а в ноябре при прямом покровительстве Наполеона III был основан банк Credit Mobilier, изначально задуманный в кругу приближённых к императору лиц для усиления их влияния на бирже. Банк финансировал учреждение большого количества новых промышленных компаний с целью получения прибыли от спекуляции их акциями; развитие производства имело второстепенное значение.

Акционерный банк Credit Mobilier, организованный по примеру британских акционерных банков и при финансовой помощи Ротшильдов, начал работу 18 ноября 1852 г. Основными его учредителями были банкиры из Бордо братья Эмиль и Исаак Перей-

⁴⁵⁷ Подробнее об учреждении этих банков см.: Szajkowski Z. Jews and the French Revolutions of 1789, 1830 and 1848 / Z. Szajkowski. – Jersey City, NJ: KTAV Publishing House, Inc., 1970. – P. 925.

ра⁴⁵⁸. Акционерный капитал Credit Mobilier составлял 60 млн франков и был разделён на 120 тысяч акций. Банку была выдана концессия на 99 лет и он получил право выпускать краткосрочные и долгосрочные облигации на сумму, в 10 раз превышавшую размер акционерного капитала.

Объём операций банка был огромен (к концу 1850-х годов только лишь учредительские прибыли братьев Перейра от французских железных дорог достигли 400 млн франков⁴⁵⁹). По образцу Credit Mobilier начали создаваться акционерные банки во многих других странах континентальной Европы, в том числе в Австрии и в России.

Аккумулировав значительные капиталы, банк начал финансировать не только строительство железных дорог, пароходные и страховые компании, но и организацию ряда новых акционерных банков, что ускорило индустриализацию и во Франции, и в других странах континентальной Европы. С конца 1850-х годов во Франции действовало шесть крупнейших железнодорожных компаний (Nord, Est, PLM, Quest, Midi, Paris-Orlean), а основным промышленным регионом стал север Франции (район Лиона, Эльзас и Лотарингия).

Хотя банк братьев Перейра стимулировал развитие промышленности, представляя финансовые ресурсы для создания новых предприятий, многие современники негативно оценивали инвестиционную деятельность банка, считая, что она лишь усиливала спекулятивный акционерный ажиотаж. «Что же касается результатов деятельности этого учреждения, то они слишком хорошо известны и заслужили общее порицание, – отмечал в середине 1870-х годов И. Т. Тарасов. – Вред от перейровского учредительского банка распространился не только на Францию, но и на другие государства, так как учреждение это встретило себе подражания, только под другими названиями»⁴⁶⁰.

Банк взял на себя размещение государственных и железнодорожных займов. Начав игру на повышение со своими собственны-

⁴⁵⁸ Рудольф Гильфердинг называл братьев Перейра «романтиками капитализма», намекая на их симпатию к социалистическим идеям Сен-Симона (Гильфердинг Р. Финансовый капитал. Новейшая фаза в развитии капитализма / Р. Гильфердинг. – М., 1912. – С. 263).

⁴⁵⁹ Петражицкий Л. И. Акционерная компания. Акционерные злоупотребления и роль акционерных компаний в народном хозяйстве / Л. И. Петражицкий. – СПб.: Тип. министерства финансов (В. Киршбаума), 1898. – С. 82.

⁴⁶⁰ Тарасов И. Т. Учение об акционерных компаниях / И. Т. Тарасов. – К.: Университетская типография, 1878 (репринт. – М.: Статут, 2000). – С. 101.

ми акциями, Credit Mobilier выплачивал невероятно высокие дивиденды (в 1855 г. достигавшие 44%). С 1852 по 1855 г. курс акций банка на Парижской бирже вырос в три раза; вслед за ним повысились курсы и всех остальных акций⁴⁶¹.

Начинался акционерный бум. Спекулятивный ажиотаж охватил все слои французского общества, в том числе и в маленьких провинциальных городках, напоминая давно минувшие события времён Джона Ло – шанс быстро разбогатеть на акциях привлекал многих. Только лишь за два года, с 1856 по 1857 г., было учреждено более 700 акционерных обществ, капитал 226 наиболее крупных из них составлял в 1858 г. 4,4 млрд франков (в том числе капитал 13 крупнейших железнодорожных обществ – 2 млрд франков, 27 кредитно-финансовых обществ – 0,9 млрд франков, 54 промышленных – 0,3 млрд франков⁴⁶²).

Хотя многие критиковали акционерные компании (называвшиеся во Франции «анонимными обществами»), «на самом деле без них у нас не было бы ни железных дорог, ни одного из огромных современных предприятий, которые обновили мир. Ведь никакого состояния не хватило бы, чтобы довести их до конца, и ни одно частное лицо или даже группа лиц не захотели бы взять на себя сопряжённый с этим риск»⁴⁶³.

История возникновения банка Credit Mobilier братьев Перейра нередко расценивалась как один из эпизодов спекулятивного акционерного бума второй половины 1850-х годов, однако трудно отрицать, что именно благодаря деятельности этого банка (как и других инвестиционных банков, созданных по его примеру) стала возможной постройка железных дорог, шахт, промышленных предприятий во многих странах Европы, от Испании до России. Несмотря на финансовую помощь Ротшильдов при учреждении банка, Credit Mobilier начал проводить самостоятельную политику и стал конкурировать с могущественными финансистами. Это в конечном счёте привело Credit Mobilier к краху в 1867 г.

⁴⁶¹ Ormesson W. La grande crise mondiale de 1857 / W. Ormesson. – Paris: Maurice d'Hartoy, 1933. – P. 109.

⁴⁶² Block M. Statistique de la France comparee avec les autres etats de l'Europe / M. Block. – 2 vols. Vol. II. – Paris: Amyot, 1860. – P. 250.

⁴⁶³ Золя Э. Деньги / Э. Золя. – <http://lib.ru/INPROZ/ZOLYA/money.txt>.

Кризис 1857 г.

Быстрый рост французского рынка ценных бумаг затормозил кризис 1857 года, бывший здесь, в отличие от Великобритании, преимущественно биржевым и мало затронувшим промышленность. Курсы ценных бумаг акционерных компаний (прежде всего железнодорожных, были завышены) и нестабильность курсов отмечалась на Парижской бирже ещё в 1856 году. После того как в США, а затем в Англии начался банковский кризис, во Франции произошло обвальное падение курсов ценных бумаг французских компаний – к середине ноября 1857 года акции *Credit Mobilier*, вовлечённого в рискованные инвестиционные проекты, потеряли до 60% стоимости. Обесценилось и большинство акций железнодорожных компаний.

Кризис 1857 г. во Франции имел не столь острую форму, как в США или Англии, хотя количество банкротств увеличилось уже в 1856 г., и особенно в 1857 г. Всего в 1856–1858 гг. обанкротилось 12 тысяч как мелких, так и крупных компаний, а падение курсов всех акций разорило многих инвесторов. К концу 1857 г. курсы акций снизились по сравнению с их уровнем в середине 1856 г. в среднем в два раза (акции *Credit Mobilier* – в 2,8 раза, подобным было падение в 2 раза акций и немецкого *Darmstadter Kreditbank*), в том числе Французской Восточной дороги – в 1,5 раза. Учётная ставка в Париже во время кризиса 1857 г. была повышена до 10%⁴⁶⁴.

Хотя финансовый кризис 1857 г. во Франции был не столь бурным, как в США, последовавший за ним промышленный кризис оказался весьма глубоким. Железнодорожное строительство сократилось в три раза, соответственно приблизительно в два раза сократился объём выпуска продукции в металлургической промышленности. В текстильной промышленности цены упали на 30–40%, а объём промышленного производства – в среднем на 16%⁴⁶⁵. В Париже было приостановлено широкомасштабное строительство, после чего без работы осталось множество строительных рабочих.

⁴⁶⁴ Rosenberg H. Die Weltwirtschaftskrisis von 1857—1859 / H. Rosenberg. – Stuttgart–Berlin: W. Kohlhammer, 1934. – S. 130–131.

⁴⁶⁵ Journal des Economistes. – 1858. – Т. 18. – P. 214.

Во Франции, как и в других странах Европы, в 1860-е годы начался учредительский бум – британский «Экономист» писал о «пробуждении Европы»⁴⁶⁶. Количество вновь организованных акционерных компаний увеличилось со 108 в 1861 г. до 269 в 1865 г. и 225 в 1866 г. Объём операций на рынке ценных бумаг снова начал расти, хотя значительная часть акций и корпоративных облигаций торговалась не на бирже, а на внебиржевом рынке.

Особенно крупным был проект по постройке Суэцкого канала. В 1858 году французский дипломат де Лессе получил от правителя Египта Саида Паши концессию на постройку канала, после чего была учреждена Объединённая компания Суэцкого морского канала (Compagnie Universelle du Canal Maritime de Suez). Большой частью акций владела Франция, меньшей – Египет. Многочисленные финансовые злоупотребления и скандалы вокруг проекта постройки Суэцкого канала, открытого в 1869 г., нашли своё отражение в романе Эмиля Золя «Деньги».

Главный герой, предприниматель Саккар, понёсший убытки на предыдущих операциях, приезжает в Париж, вынашивая грандиозные планы создать Всеобщую компанию объединённого пароходства и связанных с ней других коммерческих предприятий, а также банков. Начинается всё с бурного полёта фантазии. Предприниматели прежде всего «завладеют Средиземным морем, они его завоюют при помощи Всеобщей компании объединённого пароходства... он перечислял все порты прибрежных стран, где будут созданы гавани, и, сочетая полузабытые воспоминания об античном мире с азартом биржевого игрока, он прославлял это море, единственное, которое было известно в древности, это синее море, вокруг которого расцветала цивилизация, волны которого омывали древние города – Афины, Тир, Александрию, Карфаген, Марсель, – города, создавшие Европу». В этой книге Золя живописно изображает процесс акционерного учредительства, всплеска энтузиазма и дальнейшей акционерной горячки, туманящей разум даже самых трезвых участников. Главное во всяком акционерном буме – грандиозный масштаб замыслов, безудержный полёт фантазии. «Где одни только камни да колючки... вырастет сначала посёлок, потом город... Мы очистим все эти гавани... Океанские пароходы будут

⁴⁶⁶ The Awakening of Europe // The Economist. – 1860. – № 866. – March 31. – P. 335–336.

приставать там, где сейчас не могут пристать лодки... Земля будет распахана, будут проведены дороги и каналы, новые города вырастут как из-под земли... Деньги совершат все эти чудеса». Затем «в стране построят много заводов... создадут банки, синдикаты для процветающих отраслей промышленности»⁴⁶⁷.

Во время подъёма первой половины 1860-х годов увеличился экспорт капитала из Франции, хотя его масштабы были значительно меньшими, чем экспорт капитала из Англии. *Credit Mobilier* инвестировал капиталы в железнодорожное строительство в Испании, России, Австрии, Португалии, Италии, а также участвовал в учреждении в этих странах ипотечных банков. «Французская биржа была наводнена акциями и облигациями португальских, итальянских, австрийских, русских и других железных дорог»⁴⁶⁸. Однако в целом бум 1860-х годов был не настолько сильным, как в Англии – сказывался затяжной характер кризиса 1857 г. во Франции, из-за чего в первой половине 1860-х годов на французском финансовом рынке были постоянные затруднения.

Осенью 1867 г. во Франции начался финансовый кризис, непосредственно не связанный с английским кризисом мая 1866 г. Падение курсов акций было настолько же сильным, как и во время кризиса 1857 г.; возросло и количество банкротств. Убытки инвесторов были огромны, так как акции некоторых крупнейших компаний упали в цене в два-три раза. Бумаги французских железных дорог были относительно стабильны, так как их доходность была гарантирована государством, однако значительно упали в цене акции иностранных дорог в Португалии, Испании, Италии и других странах, в которые были вложены значительные капиталы французских инвесторов. Некоторые из этих железнодорожных компаний объявили о своём банкротстве, что создало серьёзные проблемы для французского банка *Credit Mobilier*, значительная часть капиталов которого была вложена в железнодорожные проекты в разных странах Европы. Общие убытки железнодорожных компаний, с которыми был связан *Credit Mobilier*, достигли в 1867 г. 591 млн франков. Курс акций банка упал с 877 франков в январе 1866 г. до 134 франков в октябре 1867 г., и этот крупнейший банк вынужден был приостановить платежи. После этого на Парижской бирже началась всеобщая паника.

⁴⁶⁷ Золя Э. Деньги / Э. Золя. – <http://lib.ru/INPROZ/ZOLYA/money.txt>.

⁴⁶⁸ Лескюр Ж. Общие и периодические промышленные кризисы / Ж. Лескюр. – СПб.: Тип. т-ва «Общественная польза», 1908. – С. 102.

Парижская биржа в 1850–1870-е годы стала основным организованным рынком ценных бумаг. «Нынешняя Парижская биржа принадлежит к числу прекраснейших зданий в городе»⁴⁶⁹. Хотя иногда утверждалось, что «свою живость Парижская биржа... утратила», в значительной степени «вследствие ряда мер, стеснявших спекуляцию», эта биржа оставалась «преимущественно игорным домом»⁴⁷⁰.

«Ступени и колоннада биржи были до того запружены толпой, что казались чёрными от кишевших там сюртуков, а под часами, где уже собралась и действовала кулиса, поднимался шум спроса и предложения, гул ажиотажа, похожий на рокот поднимающейся волны и заглушающий обычный городской шум. Прохожие оборачивались, с вожделением и страхом думая о том, что происходит в этом здании, где совершается недоступное для большинства французов таинство финансовых операций, где среди этой давки и иступлённых криков люди непостижимым образом вдруг разоряются или наживают состояния»⁴⁷¹.

Право заниматься операциями с ценными бумагами на бирже традиционно имели лишь профессиональные маклеры – *agents de change*, пользовавшиеся услугами нанимаемых ими клерков. Количество маклеров постоянно росло (конец XIX в. оно достигло 70), но всё равно не соответствовало значительно увеличившемуся объёму операций на рынке ценных бумаг. Поэтому значительная часть иностранных и корпоративных ценных бумаг обращалась на внебиржевом рынке⁴⁷², а Парижская биржа специализировалась

⁴⁶⁹ Живописное обозрение достопамятных предметов из наук и искусств. – 1837. – Т. 3. – С. 159.

⁴⁷⁰ Вестник Европы. – 1869. – Т. 4. Кн. 7. – С. 161, 164

⁴⁷¹ Эмиль Золя продолжает далее, рассказывая о своём герое: «в биржевой игре ему не нравилась эта постоянная неустойчивость – там можно было так же легко потратить громадные суммы, как и нажить их: никогда ему не приходилось спать спокойно, с уверенностью, что он обладает реальным миллионом и никому ничего не должен... Вероятно поэтому, попидавав в своей необычайной жизни так много роскоши и нужды, за десять лет грандиозных спекуляций земельными участками нового Парижа он прогорел и разорился, в то время как другие, более тяжеловесные и медлительные, нажили колоссальные состояния» (Золя Э. Деньги / Э. Золя. – <http://lib.ru/INPROZ/ZOLYA/money.txt>).

⁴⁷² Кроме того, во второй половине XIX века активно развивались провинциальные французские биржи (например, в Лилле такая биржа была создана в 1861 г. для операций с акциями местных 28 угледобывающих акционерных компаний).

преимущественно на операциях с государственными облигациями и акциями французских железнодорожных компаний (сегмент железнодорожных бумаг достигал 40%).

Французские государственные облигации широко распространились на мировых биржах и в середине XIX в. были на втором месте по популярности и надёжности после британских консолей. Их доходность колебалась и была сопоставима с доходностью британских облигаций. Так, когда в июле 1872 г. было объявлено о выпуске очередного французского внешнего 3% займа на 140 млн футов, курс облигаций за счёт франко-прусской войны (в которой Франция потерпела поражение) снизился с 73% номинала до 53%. Ожидалось, что вскоре, после преодоления последствий войны, курс облигаций снова вырастет до 73% и они смогут давать стабильный доход около 6% годовых⁴⁷³.

Количество наименований акций, введённых в котировки Парижской биржи, снизившись во время кризиса 1847 г. с 60 (в 1845 г.) до 54 в 1850 г. оставалось примерно таким же (55) и в 1855 г., а затем начало устойчиво расти, составляя 72 в 1860 г., 76 в 1865 г. Особенно заметным был рост во время подъёма 1870-х годов – 140 в 1870 г. В 1850 г. в котировки было введено 24 новых наименования акций (из них 8 – акций железных дорог, 3 – акций банков, 2 – акций каналов), в 1870 г. – 36 наименований (11 – акций банков, 6 – акций дорог, 1 – акций банков). Выведено из котировок (по разным причинам) с 1851–1870 гг. было 25 наименований акций⁴⁷⁴.

В биржевую игру с ценными бумагами вовлекалось всё большее количество новых инвесторов. «Спекуляция, биржевая игра – это главная пружина, сердце всякого крупного дела... Да, она требует крови... [но] она создаёт огромный оборот денег, необходимый для жизни больших предприятий. Без неё великое движение капиталов и порождённые ими большие работы... невозможны». Во многих случаях единственной целью учреждения акционерной компании была игра на повышение акций, поэтому не имело особого значения, что эта компания будет строить или производить – главное было создать приманку для инвесторов и продать акции. А когда начинался акционерный ажиотаж от проекта,

⁴⁷³ The Advantages and Disadvantages of French Securities // The Economist. – 1872. – № 1507. – July 13. – P. 861–862.

⁴⁷⁴ Arbulo P. La Bourse de Paris au XIX siècle: efficience et performance d'un marché financier émergent / P. Arbulo. – Paris: Éditions Connaissances et Savoirs, 2007. – P. 31, 37.

деньги быстро собирались по закрытой подписке и можно было учреждать всё что угодно.

На этом в проектах учредителей обычно заканчивалась оптимистическая стадия, когда всем казалось, что любые цели достижимы, и появлялись первые скрытые подводные камни. «Операции... развивались не так успешно, как надеялся Саккар, этому мешала скрытая враждебность крупнейших финансистов: распространялись неблагоприятные слухи, возникали всё новые препятствия, оставляя в бездействии капитал, не допуская больших плодотворных начинаний». Но учредители обычно действовали по своему плану, не обращая внимания на препятствия. Акции предприятия включались в биржевые котировки, начиналась игра на их повышение и курс быстро рос, повышаясь в несколько раз больше номинала.

Для привлечения внимания публики к акциям широко использовались все доступные в то время средства рекламы (например, «большие жёлтые афиши, расклеенные по всему Парижу»), «опьяняя публику и порождая то увлечение, которое в дальнейшем должно было ещё возрасти и унести с собой последние проблески рассудка». «Почва была подготовлена: перегной империи, состоящий из разлагающихся отбросов, нагретый разнузданными вожделениями, крайне благоприятствовал спекуляции, бешеные вспышки которой каждые десять или пятнадцать лет охватывают и отравляют биржу». «В безрассудном увлечении, охватившем толпу, среди массы других сомнительных предприятий, на каждом шагу возникавших в Париже... как грибы выросли мошеннические общества, крупные компании вступали на путь финансовых авантур; среди крикливого процветания империи, в шуме развлечений, среди роскоши... началась безумная горячка игры». В ход шли заказные публикации в прессе, рекламирующие выгодность акций новой компании. Для этого обычно нанимался редактор одной из парижских газет, а иногда и покупалось несколько небольших газет.

Тем временем часто оказывалось, что акции продаются уже не так быстро, как хотелось бы. Однако не проданные акции не аннулировались, компании обычно оставляли их за собой, записывая на фиктивные счета подставных лиц, хотя деньги за них не вносились — эти акции затем использовались для дальнейшей биржевой игры на повышение. «Больше всего... страшила эта непрерывная скачка, бешеный темп, каким велись дела». Всё это напоминало «паровоз с набитой углём топкой, который мчит по дьявольским

рельсам до тех пор, пока всё не взорвётся и не взлетит на воздух от последнего толчка».

Чтобы поддерживать такую акционерную горячку, всё чаще приходилось использовать скупку акций самими учредителями компании. Начало такой практики становилось верным сигналом, что крах близок. Чтобы восходящее движение курса акций не останавливалось, «Саккару уже дважды пришлось самому покупать акции, прикрываясь именем подставных лиц. Началась губительная тактика покупки собственных акций и спекуляции ими, тактика общества, пожирающего самого себя». На этой стадии «на бирже начинается противодействие... оно усиливается вместе с горячкой повышения», так как чаще всего уже сформировалась группа понижателей, выжидавших своего часа. Наступал тот момент в развитии акционерного пузыря, когда он уже на грани взрыва (хотя далеко не все это понимают), и весь вопрос в том, у кого крепче нервы – у повышателей, или у понижателей. Ведь понижатели тоже могли не выдержать и не дожидаться начала падения курсов, выйдя из игры с огромными потерями.

«Прошёл час, курсы почти не менялись», хотя сделки заключались «уже без прежнего одушевления». Но вдруг толпа на бирже начала волноваться – «послышались прерывистые возгласы. “Всемирные” понизились на пять франков! Потом на десять, потом на пятнадцать франков и упали до трёх тысяч двадцати пяти». Начался процесс всё более ускоряющегося падения. В игру включались главные понижатели – крупные биржевые спекулянты, начиная продавать огромное количество акций. Через пару дней «разгром на бирже принял ужасающие размеры, акции... быстро упали... ниже номинала, и падение всё ещё продолжалось... Это был конец»⁴⁷⁵. Крах главного игрока на повышение становился свершившимся фактом, после чего он обычно оказывался в тюрьме по обвинению в мошенничестве (махинации с неоплаченными акциями и т. п.).

Такие истории были обычным делом для Парижской биржи – как, впрочем, и для всех других крупных бирж. Ведь в 1850 г. общая стоимость ценных бумаг, принадлежавших французским инвесторам, была немалой – она составляла 9,1 млрд франков (к 1899 г. в 9,5 раза больше – 86,9 млрд франков). Быстрее всего рос в 1850-е годы сегмент иностранных ценных бумаг, с 2,5 млрд франков (27%) до 27 млрд (31%). С 1851 по 1900 г. сегмент государствен-

⁴⁷⁵ Золя Э. Деньги / Э. Золя. – <http://lib.ru/INPROZ/ZOLYA/money.txt>.

ных облигаций (прибыльность и общее значение которых снижались) уменьшился с 75% до 48%; сегмент железнодорожных акций во владении инвесторов увеличился в это время 12% до 33%.

Объём операций на Парижской бирже достиг к 1869 г. 1 млрд фунтов (на Лондонской бирже – 1,7 млрд фунтов в 1863 г. и 2,3 млрд в 1872 г.), и она стала второй после Лондонской крупнейшей биржей мира. Париж с его частными банкирскими домами (в особенности Ротшильда и братьев Перейра) был значительным финансовым центром, в этом отношении не уступая Лондону (парижский банк Джеймса Ротшильда по объёму операций превосходил лондонский банк Натана Ротшильда). Однако по объёмам международной торговли Париж в это время значительно уступал Лондону.

«Позолоченный век»: рынок ценных бумаг США во второй половине XIX в.

Америка в середине XIX века

Соединённые Штаты Америки в эпоху свободной торговли переживали экономический подъём, начавшийся в середине XIX в. Этот общий подъём лишь на время тормозили периодические кризисы, и в середине XIX века были заложены тенденции, определившие дальнейшую историю американской финансовой системы и рынка ценных бумаг. Хотя этот рынок в середине XIX в. ещё не мог конкурировать с британским, развивался он гораздо более динамично, чем английский или французский. Это определялось тем, что в американском обществе, не только интернациональном по своей природе, но и не очень отягощённом влиянием культурных традиций, идея свободного предпринимательства получила наиболее полное развитие – так же как и принцип безжалостной конкуренции. Здесь не было ничего подобного французскому аристократизму, сторонившемуся бирж и финансовых рынков; не было британского консерватизма или «джентльменского капитализма». Иг-ра свободного рынка не была ничем приукрашена, и это делало его более жёстким, но и в то же время более свободным и динамичным.

В Америке середины XIX в. можно было легко нажать огромное состояние и так же легко обанкротиться. Скандалы, связанные с крупномасштабными спекуляциями акциями и мошенничествами, были вполне обычным делом. Джейкоб Литтл, Роберт

Шуйлер, Александр Кайл, Джей Кук, Джей Гулд – эти имена вошли в историю как примеры знаменитых американских финансистов и биржевых спекулянтов.

Открытие в конце 1840-х золота в Калифорнии и начавшаяся в середине XIX века «золотая лихорадка» привели к появлению огромных свободных капиталов, вложенных затем в американскую промышленность. Кроме золота, ускоренные темпы экономического роста в США во второй половине XIX в. были связаны со значительными природными ресурсами страны, к середине века уже в целом освоенной, а также с обширным внутренним рынком, на котором отсутствовали торговые барьеры.

Население США быстро увеличивалось за счёт эмигрантов (с 4 млн в 1790 г. до 40 млн в 1870 г.) – как правило, людей с повышенной предпринимательской активностью, решивших начать новую жизнь и новый бизнес. Поток переселенцев, движущихся на Запад, создавал постоянно сдвигающийся всё дальше и дальше «рубеж» (англ. *frontier*) освоенных земель, и «дух фронта», дух первопроходцев, как символ стремления к чему-то новому, стал определяющим в экономической истории США. Так за счёт постоянного притока иммигрантов и возможности освоения необжитых земель, экономика США развивалась такими ускоренными темпами, каких не было в то время ни в одной другой стране. Во время быстрой индустриализации росли доходы и общее благосостояние формирующегося среднего класса.

Были и другие причины ускоренного развития экономики США, связанные с тем, что можно назвать социальной философией предпринимательства. Ничем не ограниченная индивидуальная свобода предпринимательства (в том числе и мелкого) в бизнесе достигла в США наиболее полного проявления, а государственное регулирование предпринимательской деятельности было минимальным. «Кто осмелится сказать, что у нас не наступил золотой век взаимного доверия и неограниченной веры в человеческие обещания? Разве не заслуживает удивления общественный строй, при котором целый народ мгновенно схватывает смысл известного газетного анекдота о некоем прославленном биржевом дельце? Он удачно спекулировал шахтами и земельными участками и как-то воскликнул: “Два года назад у меня не было ни гроша, а сегодня у меня долгов на целых два миллиона!”... О, кредит! Что это за чу-

до! На кредите зиждется всё современное общество», – говорил о том времени Марк Твен в книге «Позолоченный век»⁴⁷⁶.

Быстрое формирование финансового сектора и рынка ценных бумаг США в значительной мере определялось отсутствием центрального банка, от которого отказались сознательно. Вместо него была создана разветвлённая сеть многочисленных частных банков, взаимодействовавших на основе рыночных конкурентных принципов. Ускорил создание такой системы Национальный акт о банках (National Banking Act) 1864 г., упрощавший процедуру создания банков. После этого количество американских банков стало быстро расти, что повышало динамизм развития финансовой системы. Однако значительная часть новых банков имела слишком малую капитализацию. Это усиливало общую нестабильность банковской системы и рынка ценных бумаг – банкротства воспринимались как вполне привычное событие, а финансовые кризисы различного масштаба были более частыми, чем в странах Европы.

Так к середине XIX века в США сложилось весьма своеобразное представление о свободе финансового бизнеса. Процесс регистрации банков действительно был упрощён и стал более либеральным, но когда банки оказывались в затруднительном положении, власти разрешали им приостанавливать платежи. А эмиссия банками банкнот и ценных бумаг прямо зависела от объёма приобретённых правительственных облигаций, становившихся резервным фондом банка. Всё это имело своим следствием не только динамизм развития, но и повышенную нестабильность.

Подъём 1850-х годов

Подъём 1850-х годов в США был отмечен не только началом добычи золота в Калифорнии и расширением кредита, но и большим количеством эмигрантов (в 1850–1860 гг. население США выросло 23,3 до 31,5 млн человек). Кроме того, в 1850-е годы особенно значительным было поступление иностранных капиталов. Этот приток стал увеличиваться после революционных событий 1848 г. в разных странах Европы, когда политическая нестабильность вызывала у инвесторов естественное желание обезопасить свои сбережения. Далёкая от европейских проблем Америка, моло-

⁴⁷⁶ Твен М. Позолоченный век (Повесть наших дней) / М. Твен, Д. Уорнер. – lib.ru/INPROZ/MARKTWAIN/gildage.txt.

дая, быстро развивающаяся и многообещающая страна была в то время самым подходящим местом.

Поступление иностранных капиталов происходило главным образом путём приобретения американских ценных бумаг – в 1850-е годы в Европе их было размещено на 500–800 млн долларов. Британские капиталы составляли около 80% этой суммы, на втором месте были немецкие инвесторы, скупившие американские ценные бумаги на сумму более 150 млн долларов. На деньги, полученные от размещения акций и облигаций, в США приобретались британские и немецкие рельсы, паровозы, оборудование для железных дорог и прочие промышленные товары⁴⁷⁷. Вкладывались эти капиталы и в американскую промышленность – стоимость произведённой промышленной продукции с 1850 по 1860 г. увеличилась с 1019 до 1886 млн долларов⁴⁷⁸.

В 1850-е годы железнодорожное строительство в США только начиналось, несколько отстав от основных стран Европы, и оно ещё не успело приобрести характер акционерного бума, как было в то время во Франции. Условия постройки железных дорог в США во многом отличались от Великобритании или Франции. Земли, по которым проходили линии, в Европе необходимо было выкупать у владельцев (затрачивая на это крупные суммы). В США, где ещё было много свободных земель, чаще всего компании получали их бесплатно от государства. Технические требования к американским железным дорогам также были гораздо проще. При постройке преобладало «стремление максимально ускорить строительство для немедленного получения доходов»⁴⁷⁹. Себестоимость одной мили американской железной дороги оказывалась гораздо меньшей, чем в Англии или других странах, большей была и приносимая дорогой прибыль⁴⁸⁰.

⁴⁷⁷ Reibnitz K. von. Amerikas internationale Kapitalwanderungen / K. von. Reibnitz. – Berlin: Gruyter, 1926. – S. 22, 23.

⁴⁷⁸ Statistical Abstract of the United States. – Washington: US Government Printing Office, 1935. – P. 715.

⁴⁷⁹ «Поэтому сначала удовлетворяются одной колеей, редким движением поездов и малым количеством искусственных сооружений. В ряде случаев вместо постройки большого протяжения обходных путей или производства значительных работ по выемке грунта у отдельных перевалов устанавливались стационарные двигатели, которые при помощи канатов втаскивали составы на перевалы. В дальнейшем одновременно с эксплуатацией дорог производилось их улучшение» (The Economist. – 1854. – March 11).

⁴⁸⁰ В Англии в 1854 г. стоимость одной мили железных дорог составляла 39 тыс. фунтов, во Франции 20 тыс., в Германии 10 тыс., а в США лишь 6 тыс. фунтов. При этом в Англии стоимость земли, включённая в стоимость одной мили дороги, дос-

В 1857 г. начался рост спекулятивного пузыря, связанного с акциями железных дорог и строительных компаний, предлагавших всевозможные проекты, часто так и не реализованные (в том числе строительства жилых домов)⁴⁸¹. Дестабилизация в формирующейся американской экономике возникла из-за слишком быстрого роста курсов акций и чрезмерной доступности кредита.

Стало расти типичное для всех кризисов громоздкое и неустойчивое здание заёмного капитала, готовое рухнуть при первом же толчке. Когда внезапно снизились цены на зерно, фермеры оказались не в состоянии погашать банковские кредиты, а банки, в свою очередь, не смогли погашать свои кредиты, взятые у других банков, после чего кредитная система оказалась в предкризисном состоянии.

Положение осложнялось и тем, что железнодорожные компании, зависимые от британских инвестиций, были обременены быстро растущими долгами. К середине 1857 г. «железные дороги США повсеместно испытывали затруднения из-за огромных размеров их долговых обязательств. Когда железнодорожные общества стали прекращать платежи по своим обязательствам, всё перегруженное здание коммерческого кредита сразу пошатнулось»⁴⁸² и курсы железнодорожных акций стали снижаться. Так проблемы у импортеров и железнодорожных компаний приближали начало кризиса.

Непосредственным толчком, ускорившим наступление кризиса, стал скандал 24 августа 1857 г. в нью-йоркской конторе страховой компании Ohio Life Insurance and Trust Company. Хотя компания позиционировала себя как страховая, в действительности это был инвестиционный траст, получавший банковские кредиты и финансировавший за их счёт железнодорожные компании. Когда выяснилось, что казначей конторы присвоил деньги компании, чтобы использовать их в своих собственных спекулятивных операциях с ценными бумагами, трастовой компании пришлось обя-

тигала 8 тыс. фунтов (Tooke T. A History of Prices and of the State of the Circulation from 1792 to 1856 // T. Tooke, T. Gregory, W. Newmarch. – 6 vols. Vol. V. – L.: P.S. King and Son, 1928. – P. 356, 380).

⁴⁸¹ Подробнее см.: Commercial and Money Affairs. Sales at the Stock Exchange Stock Exchange Lloyds // The New York Times. – 1857. – July 23.

⁴⁸² Times. – 1858. – 1 Jan.

вить о своём банкротстве. В напряжённой атмосфере спекулятивного пузыря это стало толчком, породившим общую панику.

Внезапно оказалось, что сотни предприятий не имеют ликвидных средств, чтобы производить текущие платежи. Через месяц, к 26 сентября 1857 г., количество банков, прекративших выплату вкладов, достигло 175. К концу месяца закрылось ещё 150 банков. Получить кредит было почти невозможно, а цена на кредитные услуги выросла до 100% от суммы кредита. Финансовый кризис парализовал всю банковскую систему. «Паника приняла неожиданные размеры. В Филадельфии, которая одно время оспаривала у Нью-Йорка роль финансового центра страны, почти все банки прекратили платежи». Впрочем, «почти все торговые банкротства в Филадельфии произошли до крушения банков... Их было много среди импортёров европейских товаров, и английские и французские экспортёры должны понести тяжёлые убытки». Причины происходящего объясняли «недоверием к железным дорогам, которое усугубилось усилиями организованной банды спекулянтов»⁴⁸³.

В Нью-Йорке наибольшая паника была 13 ноября. Вначале вкладчики, пытавшиеся забрать свои депозиты, устремились в небольшие банки в стороне от Уолл-стрит, и к 12 часам дня крах этих банков стал свершившимся фактом. Во второй половине дня вкладчики устремились на Уолл-стрит, и улица быстро заполнилась людьми. К концу этого дня закрылось 18 нью-йоркских банков, на следующий день – ещё 32. Вскоре после набегов вкладчиков прекратили платежи почти все банки Нью-Йорка. Кризис охватил банковскую систему США, и по стране прокатилась волна банкротств (общее их количество в США выросло в 1857 г. до 5 тысяч). Курсы всех ценных бумаг начали снижаться – курс акций упал в среднем на 20–50%, а у некоторых железнодорожных компаний курс акций снизился по сравнению с декабрём 1856 г. в 7–8 раз⁴⁸⁴.

Банковская система США была парализована, и по стране прокатилась волна банкротств, после чего тысячи людей остались без работы. Кризис привёл к падению курсов ценных бумаг, прежде всего железнодорожных – в среднем на 50–60% (максимальным было падение курса акций дороги Кливленд-Питтсбург – 84%).

Острые формы принял кризис в промышленности. Промышленный подъём достиг своего пика ещё в 1856 г., после чего, за-

⁴⁸³ Times. – 1857. – 9 Oct.

⁴⁸⁴ Schaffle E. F. Gesammelte Aufsätze 2 Bd. Bd 1. / E. F. Schaffle. – Tübingen: Laupp, 1885. – S. 25.

долго до начала собственно финансового кризиса 1857 г., в промышленности и в железнодорожных проектах наметилась тенденция к спаду. Железнодорожное строительство с конца 1856 по конец 1857 г. сократилось в два раза, выпуск продукции в металлургической и текстильной промышленности – на 20–30%. Такого значительного сокращения производства ранее никогда не наблюдалось.

Кризис достиг своего максимума на рубеже 1857 и 1858 гг. Паника была недолгой, вскоре всё успокоилось. В декабре 1857 г. нью-йоркские банки возобновили платежи; провинциальные банки начали нормально работать с мая 1858 г. Однако за время кризиса индекс оптовых цен снизился на 16%, индекс цен сельскохозяйственной продукции ещё больше – на 20%.

«Хлопковые облигации» во время гражданской войны

Во время гражданской войны 1861–1865 гг. решающее значение для победы Севера над Югом имела нехватка капиталов для финансирования войск южной Конфедерации. Система сбора налогов ещё не была создана, и казначейство Конфедерации для финансирования военных расходов выпустило два облигационных займа, на 15 и 100 млн долларов. В этой войне Югу симпатизировали Ротшильды, представителем которых в США был Огаст Бельмон. Чтобы поддержать Юг, Ротшильды и их партнёры начали массово скупать облигации Конфедерации. В американской прессе распространялись панические антисемитские слухи о «заговоре»⁴⁸⁵.

Однако поддержка со стороны Ротшильдов была недолгой – вскоре они отказались от попыток помочь Югу. Вероятно, мотивы этого были связаны не с политическими симпатиями, а с трезвым расчётом – дело было слишком рискованным, и вероятность победы Конфедерации южных штатов – не так уж высока. В Европе многие разделяли эти сомнения, и первая попытка продать облигации Конфедерации европейским инвесторам была неудачной. Тогда конфедераты решили использовать в качестве гарантии выплат по облигациям хлопок, главную статью экспорта из южных штатов. В Англии, основном потребителе хлопка как

⁴⁸⁵ Glanz R. The Rothschild Legend in America / R. Glanz // Jewish Social Studies. – 1957. – № 19. – P. 3–28.

сырья для текстильной промышленности, 80% его поступало из США.

«Хлопковые облигации» сроком на 20 лет номиналом 1 фунт и с достаточно высоким доходом 7%, выпущенные малоизвестной французской компанией «Эмиль Эрлангер», вызвали заметный интерес на рынках ценных бумаг Лондона и Амстердама. Облигации сохраняли высокий курс до самого конца гражданской войны, несмотря на неудачи армии Конфедерации. Постоянный рост цен на хлопок был для инвесторов куда важнее политических событий. С декабря 1863 г. по сентябрь 1864 г. биржевая цена облигаций выросла почти в два раза⁴⁸⁶.

Руководители Конфедерации, желая ещё больше повысить курс своих облигаций, запретили экспорт хлопка в британский Ливерпуль. Цены на хлопковое сырьё выросли в Англии более чем в 4 раза, с 6,25 до 27,25 пенса за фунт хлопка. Однако и экспорт хлопка из США резко сократился (с 1860 г. по 1862 г. – почти в 40 раз), после чего в текстильной промышленности Великобритании началась массовая безработица, хотя «хлопковые облигации» действительно выросли в цене. Среди их покупателей было немало британской политической элиты, в том числе будущий премьер-министр У. Гладстон.

В планах Конфедерации по продвижению облигаций слабое место было в том, что эти обеспеченные хлопком бумаги привлекали инвесторов лишь до тех пор, пока они имели доступ к самому сырью. Запретив экспорт хлопка в Англию, руководители Конфедерации поставили под угрозу весь свой облигационный проект. Дело ещё можно было бы поправить, если бы они могли снять запрет в нужный момент и продать новый урожай хлопка, получив за него около 3 млн фунтов.

Однако в конце апреля 1862 г. Новый Орлеан, из которого шёл весь экспорт американского хлопка, был захвачен войсками Севера. Экспорт хлопка из США стал невозможен, и его британские потребители за год-два наладили поставки сырья из Индии, Египта и Китая. А «хлопковые облигации» скоро перестали интересовать инвесторов и полностью обесценились. Эти бумаги, связанные с многочисленными рисками, привлекали в основном спекулянтов, и в финансовых кругах считалось, что серьёзные,

⁴⁸⁶ Weidenmier M. The Market For Confederate Cotton Bonds / M. Weidenmier // *Explorations in Economic History*. – 2000. – № 37. – P. 76–97; Weidenmier M. Turning Points in the U. S. Civil War: Views from the Grayback Market / M. Weidenmier // *Southern Economic Journal*. – 2002. – Vol. 68. – № 4. – P. 875–890.

крупные инвесторы не станут связываться с этими бумагами. Поэтому и Ротшильды не стали вкладывать капиталы в «хлопковые облигации».

Новая волна роста в 1860-е годы

Гражданская война 1861–1865 гг. («война Севера и Юга») завершилась победой индустриально более развитых северных штатов над рабовладельческими южными. Это ускорило экономический рост; усилилась концентрация капитала и появлялось всё больше крупных компаний, готовых финансировать внедрение технологических инноваций. Объём производства быстро возрастал⁴⁸⁷.

Так из страны с формирующимся финансовым рынком, реципиента британских инвестиций в первой половине XIX в., в 1860-е годы США стали индустриальным государством с быстро развивающимися промышленностью, финансовой системой и рынком ценных бумаг. В центре этих трансформаций был Нью-Йорк, основной финансовый центр Америки. Банки Уолл-стрит и рынок ценных бумаг, сосредоточив значительную часть финансовых ресурсов, финансировали стремительный рост американского капитализма, а нью-йоркские инвесторы контролировали крупные железнодорожные корпорации.

Когда знаменитый финансист Джон Морган впервые появился на Уолл-стрит, на Нью-Йоркской бирже практически не было акций индустриальных корпораций. К тому времени, когда Морган завершил формирование своей крупнейшей компании, U. S. Steel, на бирже котировались акции более 1000 компаний, в том числе тех, которые в дальнейшем стали фундаментом американской экономики.

Однако нестабильность растущего американского рынка ценных бумаг в середине XIX в. усилилась, поэтому инвесторов привлекали в имевшие реальное обеспечение акции промышленных предприятий и железных дорог; по этой же причине в 1860-е годы повысился интерес инвесторов к государственным ценным бумагам⁴⁸⁸.

⁴⁸⁷ В 1880-е годы США вышли на первое место в мире по объёму выпуска промышленной продукции.

⁴⁸⁸ The Increasing Activity of Government Securities // The New York Times. – 1866. – August 11.

Железнодорожный бум в США начался в 1860-е годы, а в 1865 г. был выпущен первый спальный «пульмановский» вагон, изобретённый Джорджем Пульманом и значительно повысивший комфорт при поездках на железной дороге. Бум сразу привлёк к себе внимание предпринимателей возможностью быстро разбогатеть. В то время на железных дорогах можно было делать деньги разными способами, а сама по себе постройка дорог, как и в других странах, часто становилась второстепенным делом – спекулятивные операции с акциями интересовали учредителей акционерных обществ гораздо больше. В это время бурной спекуляции, начавшееся сразу после окончания гражданской войны, с лёгкой руки Марка Твена названное «позолоченным веком», предприниматели выстраивали сложные отношения с правительством, манипулировали рынком ценных бумаг, подделывали акции и отчёты. Кое-кто сильно разбогател, а многие лишились своих капиталов.

И хотя создание железнодорожной сети началось в США позже, чем в Англии и континентальной Европе, оно приобрело здесь поистине американский масштаб и размах, соответствующий размерам страны. С конца 1860-х в США начался масштабный железнодорожный бум – на финансовом рынке было много свободных капиталов, а темпы экономического роста были беспрецедентными⁴⁸⁹.

При строительстве трансконтинентальной железной дороги, связывающей восточную и западную часть США, федеральное правительство подарило железнодорожным компаниям 25% площади штатов Вашингтон и Миннесота, 20% – штатов Айова, Висконсин, Канзас, Монтана и Северная Дакота. Общая площадь земель, безвозмездно переданных железнодорожным компаниям, была больше, чем площадь Франции или Германии. Однако это не означало, что американские железные дороги создавались за счёт государственного финансирования – помощь со стороны государства составляла не более 10% от общей стоимости железнодорожной сети. А в случае тех дорог, которые действительно строились за счёт государства, последствия такой поддержки не были позитивными. Было построено три финансирувавшиеся государством трансконтинентальные железные дороги, но во всех трёх случаях

⁴⁸⁹ American Topics: American Securities // The New York Times. – 1865. – October 10.

дело закончилось злоупотреблениями, банкротствами железнодорожных компаний и судебными разбирательствами. Дороги, получавшие наибольший объём финансирования из государственного бюджета, особенно прославились скандалами и многочисленными банкротствами.

Механизм финансирования железнодорожного бума уже был известен. «Мы скупаем землю... пользуясь долгосрочным кредитом... затем закладываем земли и получаем достаточно денег, чтобы построить большую часть дороги. Потом добиваемся, чтобы в городах, оказавшихся на новой железнодорожной линии, выпустили акции на сумму, необходимую для завершения работ; акции мы продаём и достраиваем дорогу. Под достроенную линию частично выпускаем новые акции, что будет нетрудно, если по мере завершения работ на каждом новом участке мы будем закладывать его. Остальные акции можно будет продать, разрекламировав возможности, которые открывает в этих краях наша дорога. Затем мы продаём с большой прибылью скупленные ранее земли. Всё, что нам нужно... это несколько тысяч долларов, чтобы начать изыскательские работы и уладить кое-какие дела в законодательном собрании штата»⁴⁹⁰.

Когда американский континент пересекли первые трансконтинентальные железные дороги, они не только объединили промышленно развитое Восточное побережье с аграрным Северо-Западным регионом, но и дали возможность начать разработку крупнейшего в то время месторождения нефти, найденного в лесах Северной Пенсильвании. Ключевой фигурой начавшегося нефтяного бума стал Джон Рокфеллер, прославившийся в 1870-е годы.

Протяжённость американских железных дорог в 1860 г. достигла 30 000 миль⁴⁹¹, а объём инвестиций в них – 1,2 млрд долла-

⁴⁹⁰ Кроме этого можно ещё «уговорить... правительственного чиновника, восседающего в Вашингтоне... написать в широко распространённую газету... о наших скромных планах развития экономики страны, и теперь наши акции прекрасно расходятся среди набожных бедняков. Для таких целей ничего нет лучше религиозной газеты: они поместят вашу статейку на самом видном месте, среди самого интересного материала, а если её одобрит парочкой библейских цитат... это действует безошибочно... потом в наших проспектах мы упоминаем несколько громких имён – в качестве наших пайщиков выступают известные миллионеры, – это тоже важный козырь» (Твен М. Позолоченный век (Повесть наших дней) / М. Твен, Д. Уорнер. – lib.ru/INPROZ/MARKTWAIN/gildage.txt).

⁴⁹¹ Роберт Фогель, проанализировав большой объём статистических данных, пришёл к парадоксальному выводу, что если бы в США не стали создавать железнодорожную сеть, транспортировка товаров не менее эффективно происходила бы по развитой системе каналов (Fogel R. Railroads and American Economic Growth: Essays in

ров. Железнодорожные проекты финансировались инвестиционной компанией Winslow, Lanier and Company, а также банками Kuhn, Loeb and Company, George Peabody and Company (потом переименованный в J. P. Morgan and Company) и др. Но основная часть капиталов железнодорожных компаний поступала от продажи акций на рынке ценных бумаг. Общая стоимость железнодорожных акций и облигаций в США выросла с 318 млн долларов в 1850 г. до 11,5 млрд в 1900 г.; железнодорожные акции и облигации составляли более 50% оборота акций на Нью-Йоркской бирже⁴⁹².

Железнодорожные акции стали наиболее популярными ценными бумагами не только в США, но и практически на всех европейских биржах; с ними была связана большая часть спекулятивных операций. В 1863–1873 гг. за границей обращалось американских ценных бумаг (преимущественно железнодорожных акций) на 1,3 млрд долларов. А из 2 млрд, вложенных в 1865–1873 гг. в строительство американских железных дорог, большую часть составляли иностранные инвестиции.

Среди иностранных инвестиций в США преобладали английские капиталы – на Лондонской бирже обращалось большое количество американских корпоративных и государственных ценных бумаг. Сотни миллионов долларов были вложены немецкими инвесторами в акции американских железных дорог, которыми были заполнены все немецкие биржи. Особенно много американских ценных бумаг было на Франкфуртской бирже, среди них были не только акции железнодорожных и промышленных компаний, но и государственные облигации⁴⁹³. Иностранные инвестиции стимулировали промышленное развитие, но в то же время избыток свободных капиталов приближал наступление кризиса в сентябре 1873 г.

Econometric History / R. Fogel. – Baltimore: John Hopkins Univ. Press, 1964. – P. 100; Fogel R. W. The reinterpretation of American economic history / R. W. Fogel, S. L. Engerman. – New York: Harper & Row, 1971. – 494 p.).

⁴⁹² Lerner W. Historical Statistics of the United States. Colonial Times to 1970 / W. Lerner. – Washington: United States Dept. of Commerce, 2003. – P. 968.

⁴⁹³ Rise of United States Securities at Frankfurt – Success of the New Treasury Arrangement // The New York Times. – 1871. – August 15. Great Activity in Government Securities // The New York Times. – 1866. – April 25. Our Securities Abroad // The New York Times. – 1866. – August 28.

Герои «позолоченного века», сделавшие огромные состояния на железнодорожных аферах, получили прозвище «бароны-грабители» и «бароны-разбойники». Среди «баронов-грабителей», ставших наиболее известными своими мошенническими финансовыми манипуляциями, были Дэниел Дрю, Джеймс Фиск, Корнелиус Вандербильт, Джейсон «Джей» Гулд и др. Бум на рынке железнодорожных акций привлёк внимание к ключевой фигуре на этом рынке – к «железнодорожному королю» Джею Гулду.

В конце 1860-х Джей Гулд, до того занимавшийся торговлей кожей, и его компаньон Джеймс Фиск после смерти железнодорожного магната Дэниела Дрю стали управляющими железной дорогой Erie Railroad. Дрю конфронтировал с Вандербилтом за контроль над железной дорогой Эри в 1866–1868 гг., но проиграл борьбу. После этого Дрю был объявлен банкротом, а Вандербильт ещё больше разбогател (к моменту смерти в 1877 г. его состояние достигло 100 млн долларов). Гулд и Фиск заняли сторону Дрю, но от банкротства Дрю не очень пострадали и вскоре затеяли новую аферу, в ходе которой они напечатали и продали поддельные акции железной дороги Эри. Когда история вскрылась, мошенникам пришлось в спешке покинуть штат Нью-Йорк, однако их чистая прибыль составляла 6 млн долларов.

Затем путём сложных и не всегда законных финансовых манипуляций они получили контроль над рядом других американских железных дорог, оттеснив своего основного конкурента – Вандербилта. В 1868 г. Вандербильт, вступив в борьбу с Гулдом, начал скупать акции Erie Railroad, но Гулд тайно создал фонд в 10 млн долларов в конвертируемых облигациях, которые модно было обменивать на акции Erie Railroad. Чем больше Вандербильт скупал акции, тем больше Гулд выбрасывал на рынок конвертируемые облигации, и тем ниже падала цена на акции железной дороги. После длительной борьбы, включавшей в себя взятки и судебное разбирательство, контроль над железной дорогой Erie окончательно перешёл в руки Гулда и Фиска.

Гулд и Фиск прославились также попытками контролировать рынок золота. В 1860-е годы в обороте было большое количество бумажных денег, выпущенных во время гражданской войны, и был поднят вопрос о том, чтобы изъять их из обращения и заменить золотом. Под влиянием обсуждения этих планов цена на золото то опускалась, то поднималась. Гулд и Фиск решили извлечь прибыль

из нестабильных цен на золото. Если бы они смогли не привлекая внимания скупить как можно больше золота (его общий объём на рынке достигал 15 млн долларов), то у них появилась бы возможность произвольно поднимать на него цену, а затем на пике максимальной цены быстро продать его с большой выгодой для себя.

К «чёрной пятнице» 24 сентября 1869 г. цена золота действительно значительно выросла и казалось, что замысел Фиска и Гулда близок к успеху. Но внезапно президент Грант объявил, что правительство продаст золото из своих резервов на 4 млн долларов, что сразу же привело к снижению цены в 1,5 раза. Фиск понёс большие убытки, а Гулд узнал о планах президента заранее и, ничего не говоря компаньону Фиску, успел избавиться от своих запасов золота.

В дальнейшем Гулд расширил сферу своего влияния (в 1872 г. он получил контроль над крупной железной дорогой Union Pacific), и к началу 1880-х он стал настоящим «железнодорожным королём». Большой резонанс вызвали многочисленные мошенничества при постройке дороги Union Pacific, когда около 20 млн долларов капиталов инвесторов были присвоены владельцами компании. Чтобы получить гарантию того, что правительство закроет на всё это глаза, владельцы поделились частью денег с ключевыми фигурами в Конгрессе и даже, по слухам, с вице-президентом Колфаксом. После этого любое разоблачение мошенников означало бы разоблачение крупных политических фигур. Так из общества железной дороги Union Pacific выкачали всё, что можно, пока в начале 1872 г. нью-йоркская газета Sun не разоблачила всю эту аферу, назвав имена её участников.

Влияние кризиса 1866 г. в США и депрессия 1867 года

В США кризису 1866 г. предшествовало общее снижение промышленного производства (в том числе в металлургической промышленности), начавшееся ещё в 1865 г. В условиях перепроизводства спрос искусственно стимулировался за счёт кредита. «Торговцы залезают в долги, приобретая товары, на которые нет спроса и которые, если и могут быть реализованы, то лишь в кредит, который никогда не будет возвращён»⁴⁹⁴.

⁴⁹⁴ New York Daily Tribune. – 1865. – 23 Oct., 19 Dec.

Кризис 1866 г. в Англии вызвал общую напряжённость на американском финансовом рынке. После паники на Лондонской бирже начался отток капиталов британских инвесторов, и в мае-июне 1866 г. из США было вывезено золота на 38 млн долларов. Учётная ставка в банках Нью-Йорка в 1866 г. повысилась до 6–8%, а к концу 1867 г. она достигла 10%. Возросло и количество банкротств (с 530 в 1865 г. до 1505 в 1866 г. и 2780 в 1867 г.)

В 1867 г. началась общая экономическая депрессия. «С 1857 г. США не знали такого застоя дел как сейчас... Депрессия охватила все отрасли торговли. Обороты железных дорог значительно ниже, чем за соответствующий период предыдущего года»⁴⁹⁵. «Уже давно год не открывался более тяжёлой депрессией, чем теперь. Под Рождество и Новый год не было обычного оживления на улицах и в магазинах... Почти любая область торговли была вялой в истекшем сезоне... Из Европы приходят такие же жалобы на застой в торговле»⁴⁹⁶.

Проблема раскрытия финансовой информации

Многочисленные спекулятивные аферы во время железнодорожного бума, повышенная нестабильность быстро развивающегося американского финансового рынка сопровождалась усилением в 1860-е годы тенденции к разделению собственности и управления – совладельцев компаний (большого количества акционеров, обычно не участвующих в управлении компанией) и менеджеров (нередко не являющихся акционерами).

Обострилась и проблема контроля качества корпоративного управления, необходимого для оценки возможных рисков для инвесторов – совладельцев компаний. Всё это вызвало повышенное внимание к проблеме надёжности ценных бумаг и финансовому состоянию их эмитентов.

Когда в США в 1860-е годы начинался железнодорожный бум, американские промышленные компании, в том числе железнодорожные, практически не раскрывали никакой информации – это было не принято, и считалось, что такое раскрытие будет использовано конкурентами. Так, в 1866 г. железнодорожная компания Delaware, Lackawanna and Western Rail Road Company в ответ

⁴⁹⁵ The Economist. – 1867. – 27 April. – P. 470.

⁴⁹⁶ New York Daily Tribune. – 1868. – 3 Jan.

на запрос от Нью-Йоркской биржи о раскрытии информации отвечала, что «за последние пять лет не были опубликованы никакие публичные отчёты и другие подобные документы»⁴⁹⁷. New York Central and Hudson River Railroad также не публиковала никаких отчётов для акционеров на протяжении 1870–1880-х годов.

Повышенный интерес к проблеме раскрытия финансовой информации нашёл отражение в нормативных документах – во Fraudulent Transaction Act (1857 г.), усилившем защиту инвесторов против нецелевого использования капиталов руководством компании; а также в Punishment of Frauds Act (1857 г.) и Larceny Act (1861 г.), предусматривавших наказание за манипуляцию финансовой информацией. Рассматривался этот вопрос и в законах отдельных штатов – например, в Массачусетсе в 1860 г. был ратифицирован закон Sunshine Laws, где оговаривалась необходимость раскрытия финансовой информации местных железнодорожных компаний.

В это время основным источником финансовой информации были финансовые периодические издания общего характера (Wall Street Journal, Barron's и др.) а также специализированные газеты – American Railroad Journal, Railroad Gazette и Railway World. Но после появления телеграфа, а также прокладки межконтинентальных линий связи, скорость передачи информации значительно возросла. В 1867 г. телеграф начал использоваться на Нью-Йоркской бирже, обеспечивая передачу информации о котировках. Важность финансовой информации стала всё больше осознаваться участниками рынка и полагаться только лишь на газетные статьи уже было нельзя.

И хотя железнодорожные компании во время бума привлекали финансовые ресурсы инвесторов в большинстве случаев без какого-либо раскрытия информации, по мере роста объёмов капиталов, вложенных в эти компании (4,6 млрд долл. к концу 1870-х годов – примерно 40% ВВП), сложившийся обычай не раскрывать финансовую информацию перестал устраивать инвесторов.

Возникла реальная потребность в создании системы раскрытия финансовой информации, и первым шагом в этом направлении стала деятельность нью-йоркского предпринимателя Р. Г. Дана (R. G. Dun), начавшего в 1841 г. предоставлять за оплату собранные им сведения о финансовом состоянии акционерных компаний. В 1859 году он создал компанию R. G. Dun and Company, прототип рейтингового агентства в современном понимании. А в 1849 году в Цинцинатти

⁴⁹⁷ King T. A. More Than a Numbers Game. A brief History of Accounting / T. A. King. – Hoboken (New Jersey): John Wiley & Sons, Inc., 2006. – P. 15.

подобную же компанию создал Джон Брадстрит (John Bradstreet). Кроме того, для проверки финансового состояния американских промышленных и железнодорожных корпораций в США начали приглашать британские аудиторские компании. Barrow, Wade, Gutrie & Company была первой английской аудиторской фирмой, открывшей в США своё представительство, а проверка этой компанией финансового состояния New York, Ontario and Western Railway Company стала первым известным случаем аудиторской проверки американской железнодорожной компании⁴⁹⁸. А с 1886 г. стал публиковаться индекс Доу-Джонса, в котором вначале были преимущественно акции железных дорог.

Объединение Германии и ускоренное развитие рынка ценных бумаг

Объединение Германии

Для Германии 1860-е и 1870-е годы имели решающее значение, как в политическом, так и в экономическом смысле. После того как немецкие государства объединились, в 1871 г. была создана Германская империя. Это привело к быстрому экономическому росту. «Я приехал в Берлин в очень интересный исторический момент, – вспоминал Стефан Цвейг. – С 1870 года, когда он из довольно захолустной, небольшой и совсем небогатой столицы Пруссии стал резиденцией германского кайзера, заурядный город на Шпрее начал бурно развиваться... В Берлин потянулись представители крупных концернов, состоятельные семьи, и новое богатство, соединённое с отчаянной дерзостью, открыло здесь... большие возможности, чем в любом другом крупном немецком городе... В Берлине, развивавшемся бурно и своеобразно, искали новое... было естественно, что молодые люди со всей империи и даже из Австрии устремились в Берлин»⁴⁹⁹.

⁴⁹⁸ Две рейтинговые компании объединились в 1933 г., и сегодня рейтинговое агентство Dun & Bradstreet является одним из старейших и крупнейших.

⁴⁹⁹ «На долю Берлина ещё не выпало главенство в художественной и культурной областях: Мюнхен с его художниками и поэтами считался подлинным центром искусства, дрезденская Опера диктовала моду в музыке, столичные города притягивали к себе способных людей, и прежде всего Вена, с её столетней традицией, средоточием духовных сил, её прямо-таки врождённым талантом, всё ещё намного превосходила Берлин. Однако в последние годы, в связи с быстрым экономическим

До объединения Германии процессы индустриализации в немецких государствах развивались медленнее, чем во Франции. Это было связано с раздробленностью страны на отдельные государства, крупнейшим из которых была Пруссия со столицей в Берлине. Более активная индустриализация началась в Пруссии со второй половины 1840-х годов после немецкой революции 1848 г., ускорившей экономическое развитие, а завершилась уже после объединения Германии в 1871 г.

Так с середины XIX века Германия пошла по пути, на который Англия вступила почти за сто лет до того. Впрочем, такое обобщение можно делать лишь с оговоркой, что в Германии индустриализация происходила несколько по-иному. Первые британские промышленные предприятия были обычно организованы в форме партнершипа, а в Германии – как коммандитные общества. Немецкие компании очень часто руководились технически хорошо подготовленными инженерами⁵⁰⁰. За счёт хорошей технической подготовки немецкие предприниматели были готовы весьма активно внедрять технологические инновации и создавать для своей продукции новые рынки. Кроме того, главное отличие состояло в том, что финансировались новые предприятия преимущественно за счёт крупных банков, а не с помощью рынка ценных бумаг, как в Англии.

Германская индустриализация

До середины 1840-х в Пруссии существовали протекционистские торговые тарифы, не способствовавшие интеграции этого немецкого государства в мировые товарные и финансовые рынки. Затем под влиянием идей свободной торговли началась либерализация тарифов⁵⁰¹.

подъёмом Германии, положение начало меняться» (Цвейг С. Вчерашний мир. Воспоминания европейца / С. Цвейг. – М.: Радуга, 1991. – http://www.belousenko.com/wr_Zweig.htm).

⁵⁰⁰ Если с 1830 по 1840 г. 16% немецких предпринимателей имели университетское техническое образование, то с 1851 по 1870 г. – 38%. Немецкие промышленники первой половины XIX века часто посещали Англию и Францию, перенимая новые методы производства (Альфред Крупп был в Англии в 1838 году, изучая методы работы английской металлургической промышленности).

⁵⁰¹ Либерализация тарифов длилась до кризиса 1873 года, после чего в 1879 г. в Германии были восстановлены протекционистские тарифы.

В конце 1840-х годов в германских государствах стали возникать первые крупные предприятия горнодобывающей промышленности – Акционерное общество горнодобывающей промышленности в Аахене (1845), Кёльнское объединение шахт (1849), Силезское акционерное общество горнодобывающей промышленности (1853), Бохумское горнодобывающее и сталелитейное объединение. В 1850-е годы промышленный потенциал Германии вырос примерно в два раза, добыча угля и выплавка чугуна – в 2–2,5 раза.

Количество немецких акционерных компаний особенно быстро увеличивалось в 1850-е годы. В это время по образцу французского банка *Credit Mobilier* в Пруссии был создан акционерный банк *Bank für Handel und Industrie*. Банки начали учреждаться и в других германских государствах. «Банки учреждаются в... Берлине, в Бреслау и Кенигсберге, в Бремене и Любеке, во Франкфурте и Ганновере, в Магдебурге и Штеттине, в Лейпциге и Росток. Даже в маленьких городах и государствах, как Гера и Мейнинген, Дессау и Гота, появляются внезапно один или несколько банков», капиталы которых часто превышали «всё наличное имущество данного города или страны». «Спекуляция является, видимо, единственной целью этих учреждений», их влияние на торговлю «до сих пор выразилось лишь в повышении учётной ставки», и банкомания отвлекала капиталы от инвестирования в производство⁵⁰².

Суммарный капитал компаний, учреждённых в 1853–1857 гг. в Германии, достигал 1500 млн марок, из них на банки приходилось 600 млн, на железнодорожные компании – 420 млн, на страховые – 90 млн, на промышленные – 390 млн марок⁵⁰³. Только лишь за один 1856 год в Пруссии суммарный капитал новых акционерных компаний достиг 150 млн талеров.

Бурное акционерное учредительство породило немало критических высказываний о том, что создаваемые общества очень часто были дутыми и не соответствовали реальной потребности в них. В 1857 г. даже была созвана специальная конференция, посвящённая неправильному развитию акционерного движения в Германии и «дутым» компаниям. В Германии иронично говорили: «железные дороги по всем направлениям без движения... дороги без потреб-

⁵⁰² Journal des Economistes. – 1856. – 15. X. – P. 59, 66–67.

⁵⁰³ Sartorius von Waltershausen J. Deutsche Wirtschaftsgeschichte 1815–1914 / J. Sartorius von Waltershausen. – Berlin, 1920. – S. 184–185.

ности в них... фабрики всех родов и сортов без малейшего расчёта на конкуренцию»⁵⁰⁴.

Кризис 1857 г. в Гамбурге

Чрезмерная учредительская активность привела к германскому кризису 1856–1857 гг. Хотя этот кризис на время приостановил учредительский ажиотаж, в Германии он был не настолько глубоким, как в Великобритании. Более всего кризис 1857 г. ощущался в Гамбурге, одном из крупнейших в Европе центров международной торговли. Гамбург был морскими воротами Германии, особенно когда она объединилась в единое государство.

Этот город, космополитический по своей сути, как и все крупные портовые города мира, был в гораздо большей мере английским, чем германским. Британские по своему происхождению идеи свободной торговли для гамбургской бизнес-элиты были гораздо актуальнее, чем консервативные германские традиции. Вместе с Лондоном, Ливерпулем, Роттердамом и Антверпеном Гамбург был одним из крупнейших атлантических портов Европы, в глобальном масштабе сопоставимый в XIX в. по объёмам торговли с Нью-Йорком. Гамбургская биржа, основанная в 1583 г., была одной из старейших в Европе, а расцвет Гамбурга начался после окончания наполеоновских войн и длился до Первой мировой войны. Этот торговый и финансовый центр сформировался под влиянием британской эпохи глобализации и золотого стандарта. Никогда до того капиталы и товары не текли так легко через Атлантику, и никогда до того атлантическая торговля не была такой прибыльной. За счёт неё Гамбург стал крупным финансовым центром⁵⁰⁵.

⁵⁰⁴ Тарасов И. Т. Учение об акционерных компаниях / И. Т. Тарасов. – К: Университетская типография, 1878 (репринт. – М.: Статут, 2000). – С. 103.

⁵⁰⁵ В это время в атлантической торговле доминировала Великобритания, и Гамбург стал форпостом британской торговли. В то же время гамбургские предприниматели сформировали свои собственные связи и сети деловых отношений с американским Бостоном и с Бразилией, крупнейшим поставщиком кофе. С 1820 по 1860 г. общий объём грузов, проходивших через гамбургский порт, вырос в пять раз. В 1860 г. через этот порт проходило ежегодно около миллиона тонн товаров на общую сумму 330 млн марок. В конце XIX в. импорт товаров через Гамбург рос в среднем на 5,5% ежегодно, экспорт – в среднем на 5,3%. В общемировом объёме торговых операций доля Гамбурга достигала 4,5% (Ferguson N. Paper & Iron. Hamburg Business and German Politics in the Era of Inflation, 1897–1927 / N. Ferguson. – L.: Cambridge University Press, 1995. – P. 32–33).

«Кризис 1857 г. нигде не проявился с такой силой, как в Гамбурге»⁵⁰⁶ из-за чрезмерно быстрого расширения в 1854–1857 гг. кредита во внешнеторговых операциях. Вексельные обороты увеличились с 162 млн марок в 1855 г. до 400 млн марок накануне кризиса, начавшегося в Гамбурге в середине октября⁵⁰⁷. «Катастрофа, которую испытал Гамбург, не удивительна. Кто может удивляться банкротству торговых домов, которые приобрели за собственный счёт и путём непомерного использования кредитов пол-миллиона мешков кофе, или на миллион ост-индской, южноамериканской или африканской кожи, запасы которой к концу 1857 г. увеличились по сравнению с 1856 г. более чем в 40 раз, или огромные запасы других колониальных товаров и держали их на складах с целью произвольного взвинчивания цен; домов, которые получали бланко-кредиты на 3–4 млн рейхсталеров при собственном капитале в 300 тыс. рейхсталеров и при миллионных пассивах имели лишь ничтожные активы»⁵⁰⁸.

Генеральный консул Франции в Гамбурге сообщал в Париж 17 октября 1857 г., что «Гамбургская биржа в панике. Курсы всех ценных бумаг ужасно снизились». А 23–24 ноября 1857 г. он писал: «Финансовое положение продолжает ухудшаться... Кризис здесь один из самых тревожных. Многие солидные коммерсанты обанкротились... Биржа находилась вчера в чрезвычайно напряжённом состоянии. Опасаются новых катастроф». Было понятно, что «гамбургской торговле потребуются годы, чтобы возместить ущерб, принесённый финансовым катаклизмом»⁵⁰⁹. В городе было сотни банкротств. «Полученные из Гамбурга сведения показывают такое расстройство кредита, какое вряд ли наблюдалось в каком-либо торговом центре»⁵¹⁰. В результате кризиса учётная ставка в гамбургских банках была повышена в 1857 г. до 12%.

⁵⁰⁶ Journal des économistes. – 1858. – II. – P. 245–253.

⁵⁰⁷ Rosenberg H. Die Weltwirtschaftskrise von 1857—1859 / H. Rosenberg. – Stuttgart–Berlin: W. Kohlhammer, 1934. – S. 129.

⁵⁰⁸ Preussisches Handels-Archiv. I Hälfte. – Berlin, 1858. – S. 301.

⁵⁰⁹ Ormesson W. La grande crise mondiale de 1857 / W. Ormesson. – Paris: Maurice d'Hartoy, 1933. – P. 85–89.

⁵¹⁰ Times. – 1857. – 3 Dec.

Долгое время в Европе не имели отчётливого представления о потенциальных возможностях германской экономики. «В области экономической Германия представляла то же явление», как и в «области политической». В 1864 г. «один из лучших наблюдателей английских в специальной книге о Германии считал необходимым посвятить особую главу “очень интересному”, как тогда казалось, вопросу, “почему Германия так бедна”? Цитируемый английский наблюдатель, не задумываясь... отвечает: “Германия кажется бедной, потому что она скряжничает”»⁵¹¹.

В 1860 году, перед началом нового периода подъёма, на территории всех германских государств было 426 акционерных компаний⁵¹². С 1851 по 1870 г. общая сумма капиталов железнодорожных акционерных компаний (большинство из них было создано после 1860 г.) достигла 1,7 млрд марок (около 1 млрд гульденов), а общий объём инвестиций в железнодорожное строительство составлял с 1835 по 1873 г. 5,6 млрд марок. Расширение кредита также было заметным: учётно-ссудные операции немецких банков выросли с 373 млн марок в 1856–1860 гг. до 580 млн марок только лишь за один 1865 г.

Хотя учредительский ажиотаж в 1860-е годы не достиг уровня 1850-х годов, инвесторов всё больше интересовали иностранные бумаги. С 1860-х годов «громadne скрытые капиталы (в особенности Южной Германии), которые прежде разве что осмеливались помещаться в австрийских бумагах, понемногу стали присматриваться к американским ценностям, чтобы “аннексировать” их, а затем накинуться на русские бумаги»⁵¹³.

⁵¹¹ Германский денежный рынок // Финансовое обозрение. – 1874. – № 38. – С. 214. В действительности Генри Мейхью говорил точнее: «Germany is a nation of misery, who believe in the hoarding of money rather than the profitable investment of it» («Германия – бедная нация, потому что она верит в необходимость накопления сбережений вместо того, чтобы выгодно инвестировать их» (Mayhew H. *German Life and Manners as Seen in Saxony at the Present Day* / H. Mayhew. – London: W.H. Allen & Co., 1864. – Vol. 2. – P. 593).

⁵¹² Из них 140 горнодобывающих, 54 страховых, 44 железнодорожных, 39 банковских, 30 судоходных и 119 с прочими видами деятельности.

⁵¹³ Российские бумаги привлекли внимание в Германии после того, как в Российской империи начала развиваться железнодорожная сеть. В Восточной Германии «сельское хозяйство очень живо начинает чувствовать, что пар приближает к нему такого конкурента, о котором в старое время и помышлять не приходилось». В осо-

Поскольку индустриализация в Германии началась позже, чем в Англии и Франции (где промышленная революция затронула вначале преимущественно лёгкую промышленность), она была связана в основном с развитием тяжёлой промышленности, необходимой для быстрого создания железнодорожной сети⁵¹⁴. Постройка половины железных дорог финансировалась государством, что было весьма характерным для общих тенденций экономического развития Германии.

Особенностью индустриализации в Германии было повышенное внимание к развитию военной промышленности, связанное со стремлением Пруссии под руководством премьер-министра Отто фон Бисмарка объединить все немецкие государства. «О каких бы порядках в Германии ни заходила в настоящее время речь в европейском обществе и печати, о политических ли, религиозных или экономических», европейское общественное мнение воспринимало их «с мрачной точки зрения», так как «милитаризм... Германии – это нечто вроде *idée fixe*... при объяснении причин тех или других явлений»⁵¹⁵. Бисмарк считал, что государство является институтом не только необходимым, но и несущим благо, и вся его экономическая политика была направлена на создание и усиление единого немецкого государства, частью чего было особое внимание к военной промышленности.

На военных заводах знаменитого промышленника Альфреда Круппа использовались самые современные технологии, в то время как в немецкой текстильной промышленности всё ещё преобладали давно уже устаревшие ручные станки⁵¹⁶. Поскольку Германия была страной «молодого капитализма», немецкие заводы строились как минимум на полстолетия позже английских, к тому времени уже начавших устаревать. Поэтому немецкие предприятия оснащались более современным оборудованием, чем британ-

бенности это касалось экспорта российского зерна и спирта (Германский денежный рынок // Финансовое обозрение. – 1874. – № 38. – С. 214).

⁵¹⁴ В 1850–1860-е годы длина немецких железных дорог увеличилась с 6 до 19,5 тыс. км, а объём грузовых перевозок – в 20 раз. Инвестиции в железные дороги возросли с 88 млн марок в начале 1850-х годов до более чем 500 млн марок в конце 1870-х (Cassis Y. *Capitals of Capital. A History of International Financial Centres, 1780–2005* / Y. Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 2006. – P. 55).

⁵¹⁵ Современный экономический кризис в Германии и его причины // Финансовое обозрение. – 1876. – № 4. – С. 53.

⁵¹⁶ Немецкие «стальные бароны», как их называли в то время, Крупп и Тиссен полностью объединили цикл производства стали, от добычи угля и руды до выпуска готовой продукции, что дало возможность изготавливать лучшие в мире пушки из лучшей в мире «крупповской» стали.

ские⁵¹⁷. В 1850-е и 1960-е годы Германия не только заняла третье место после Англии и США по объёму выпускаемой промышленной продукции, но изменилась и её роль в международной торговле. Если в первой половине XIX в. из Германии экспортировалась в основном сельскохозяйственная продукция, то, начиная с середины века, – преимущественно промышленная.

Немецкая модель капитализма

В это время формировалась специфическая немецкая модель развития капитализма, характерными чертами которой были повышенная роль государства в качестве организующей и направляющей силы экономического развития, а также приоритетное значение крупных банков (а не рынка ценных бумаг) в финансировании промышленности.

Вначале, в условиях дефицита инвестиционных капиталов, новые промышленные предприятия финансировались каким-либо одним банком. Затем возникла практика временных альянсов с различными банками, а наиболее крупные компании (особенно в электротехнической промышленности) стали основывать свои собственные банки. Проблема дефицита капитала была решена, после чего Германия быстро стала промышленно развитой страной. Но сформировавшиеся ещё в условиях дефицита капитала специфические особенности немецкой модели индустриализации продолжали сохраняться, что проявлялось в тесных связях промышленных компаний и банков.

Так возникла ориентированная на банковское финансирование немецкая модель, в полной мере сформировавшаяся к концу XIX века – модель «нелиберального капитализма», получившая развитие не только в Германии, но и в Японии как альтернатива «либеральному капитализму» англо-американского типа.

С формированием немецкой модели были связаны основные отличия в финансировании ранней индустриализации – в отличие от Англии, где первые промышленные предприятия финансировались за счёт своих собственных ресурсов, в Германии источники

⁵¹⁷ Такие важные технологические инновации, как открытие в 1856 г. методов производства анилиновых красок и создание динамо-машины в 1868 г., обеспечили Германии устойчивое технологическое лидерство в химической и электротехнической промышленности, развитие которой требовало значительного объёма финансирования.

финансирования были внешними. В первой половине XIX в. капиталы поступали от частных банкиров (преимущественно из Франкфурта), а во второй (особенно после 1871 г., когда произошла либерализация в порядке учреждения акционерных банков) – от специализированных инвестиционных банков.

Ограничений для создания частных банков до 1833 г. в немецких государствах не было, и в 1820-е годы в Пруссии были созданы два таких банка – Berlin Kassenverein в Берлине и Pommersche Privatbank в Штеттине. После 1833 г. для создания частного банка необходимо было специальное разрешение правительства, но это не остановило процесс возникновения частных банков. В 1835 г. был создан ипотечный банк в Баварии, а в 1838 г. – саксонский банк в Лейпциге.

В 1850-е годы, когда в Германии стали появляться крупные банки, сформировалась специфическая немецкая модель универсального банка, тесно связанного с промышленными предприятиями. Тенденция ко всё большему господству крупных банков над биржей отражала сам принцип организации централизованной экономической системы в Германии. Так сформировалась не только немецкая модель универсального банка, но и немецкая модель финансового рынка, в которой основными поставщиками капитала стали банки.

В такой модели «банк должен контролировать акционерное общество, чтобы получить гарантию правильного использования кредита... банк подчиняет себе акционерное общество, чтобы обеспечить для себя все прибыльные финансовые операции»⁵¹⁸.

⁵¹⁸ Гильфердинг Р. Финансовый капитал. Новейшая фаза в развитии капитализма / Р. Гильфердинг. – М., Л.: Гос. соц.-экон. изд-во, 1931. – С. 127. Эта тенденция ещё больше усилилась в Германии после «грюндерского краха» 1873 г. В те годы нередко считалось, что «грюндерский крах» 1873 г. проявил целый ряд принципиальных несовершенств акционерных компаний по сравнению с частными предприятиями. Хотя акционерные компании действительно могли за короткое время аккумулировать значительный капитал, само создание акционерного общества обходилось достаточно дорого. В дальнейшем приходилось тратить немалые средства на оплату труда директоров, правления и персонала, к тому же в акционерных обществах весь персонал рассчитывал на получение особых бонусов. Ещё более серьёзные несовершенства акционерных компаний были связаны с тем, что такая компания не могла быстро изменить направление своей деятельности (в отличие от частного предприятия). Вследствие этого акционерные капиталы надолго оказывались замороженными в определённой сфере деятельности, даже если она в изменившихся условиях рынка переставала быть выгодной. Более того, во время кризиса акционерные компании обычно углубляли его и затягивали по времени не только потому, что активно вовлекались в биржевые спекулятивные пузыри на рынке акций, но и потому, что продолжали производить свою продукцию, даже если во время кризиса

Индивидуальные инвесторы в значительной мере отделены от рынка акций и участвуют в нём через вклады в банках. Кроме того, характерным для такой модели является преобладание долговых инструментов, как это было в Германии (особенно начиная с конца XIX века).

Первый универсальный банк, Disconto-Gezellschaft, был основан в 1851 г. в Пруссии, а в 1853 г. братьями Перейра и группой частных банкиров из Кёльна был учреждён Darmstadter Bank, специализировавшийся на финансировании строительства железных дорог и на инвестициях в развитие промышленности. Подобные банки начали возникать и в других немецких городах, хотя финансовый кризис 1857 г. на некоторое время затормозил их создание. В больших немецких городах возникли новые биржи – в Штутгарте (открыта в 1850 г.), Дрездене (в 1857 г.), Дюссельдорфе (в 1874 г.), где всё большее значение в торгах приобретали акции железных дорог и крупных предприятий.

В быстром развитии немецкого финансового рынка и рынка ценных бумаг большое значение имело возрастание доступности финансовой информации. В 1848 г. была открыта телеграфная линия между Франкфуртом и Берлином, а в 1849 г. В. Вольф основал в Берлине «Телеграфное бюро Вольфа». Начали издаваться новые специализированные газеты – ежедневная «Берлинская биржевая газета» (с 1855 г.), «Берлинский биржевой курьер» (с 1868 г.), «Берлинский акционер» (с 1872 г.). Во Франкфурте еженедельник «Акционер» издавался с 1854 г., а с 1856 г. – «Франкфуртская торговая газета». Однако система аудита и раскрытия информации, подобная британской или американской, в Германии практически не развивалась, что было связано с повышенным влиянием государственного регулирования немецкого финансового рынка. И даже в изданном намного позже законе 1892 г. о компаниях с ограниченной ответственностью (Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung, GmbHG), содержащем нормы бухгалтерского учёта для таких компаний, требований о раскрытии финансовой информации не было. Такие требования появились в Германии только в конце XX века, в 1986 г.⁵¹⁹

спрос на неё падал. Эта «неповоротливость» акционерной компании в адаптации к меняющимся условиям рынка была основным её слабым местом по сравнению с более мобильным и гибким частным предприятием.

⁵¹⁹ A Global History of Accounting. Financial Reporting and Public Policy: Europe / Ed. by G. J. Previts, P. Walton, P. Wolnizer. – London: Emerald; University of Sydney, 2010. – P. 61.

Биржи во Франкфурте и Берлине

С середины XIX в. рынок ценных бумаг Франкфурта специализировался преимущественно на государственных облигациях, а с 1848 по 1866 г. Франкфурт стал центром операций с американскими железнодорожными облигациями – на бирже котировалось 82 наименования этих ценных бумаг, а общий объём немецкого капитала, вложенного в железнодорожные ценные бумаги США достиг в 1857 г. 100 млн долл. Крупный нью-йоркский банкирский дом Seligmann & Co открыл во Франкфурте свой филиал Seligman & Stettheimer, разместив на немецком рынке 6% облигаций на сумму 500 млн долл. Учитывая масштабы размещения американских облигаций во Франкфурте, как рынок долгосрочных долговых инструментов Франкфурт не уступал по своему значению Лондону и Парижу.

Процессы индустриализации и лидирующая роль в этом Пруссии привели к тому, что Франкфурт с его давними традициями перестал быть основным немецким финансовым центром, и всё большее значение приобретал Берлин – столица Пруссии. Динамично развивающийся рынок ценных бумаг в Берлине ориентировался на железнодорожные и промышленные акции, объёмы оборота которых быстро увеличивались. В 1870 г. на Берлинской бирже проводились операции с 325 ценными бумагами (95 наименований иностранных ценных бумаг, 115 наименований акций и облигаций железнодорожных компаний, акции 55 банков и др.). Эта биржа стала основным центром операций с ценными бумагами после объединения Германии в 1871 г. Вскоре Берлинскую биржу стали называть «главной виновницей пагубной спекуляции»⁵²⁰.

Грюндерский бум

Франко-прусская война была объявлена 19 июля 1870 г., что вызвало панику на европейских биржах, а 28 января 1871 г. Франция капитулировала. В результате победы Пруссии возникло объединённое немецкое государство. Франция обязалась выплатить в течение трёх лет огромную сумму компенсации – 5,57 млрд франков золотом. Вместо того чтобы вложить эти значительные ресур-

⁵²⁰ Собрание передовых статей Московских ведомостей. – 1897. – Т. 13. – С. 212.

сы в долгосрочные проекты (в частности, железнодорожное и жилищное строительство), Германия начала оплачивать свои долги по займам. «Никогда ещё до этого история не знала случая, когда финансовая администрация в состоянии была бы возратить народному хозяйству такие громадные капиталы». К тому же получение компенсации дало возможность правительствам германских государств покрыть расходы на франко-прусскую войну наличными деньгами, а не долговыми облигациями, как это обычно бывало в таких случаях. Французские миллиарды дали возможность на практике наблюдать то, о чём ранее экономисты рассуждали лишь теоретически – какие последствия может создавать внезапная выплата большого государственного долга. «Учредительская горячка стала только первым, видимым последствием»⁵²¹.

На немецком финансовом рынке возник огромный переизбыток свободных капиталов, совпавший с образованием единого немецкого государства. Французские миллиарды в Германии выполняли такую же роль, как британские капиталы в США, способствуя возникновению предкризисной ситуации. На фондовом рынке Германии появились значительные финансовые ресурсы, искавшие возможность выгодного помещения, после чего началась учредительская горячка. К тому же после принятия 27 июня 1870 г. нового закона об акционерных обществах для основания такого общества и выпуска акций больше не требовалась государственная лицензия.

«Ожившее предпринимательство, следовавшее за франко-германской войной, породило... экономической шовинизм», а «мишуру учредительской горячки приняли за признаки внутреннего здорового развития». При этом упускался из вида «более важный факт» – рост потребления в Германии в эти годы «далеко не соответствует развитию производительных сил страны», что долж-

⁵²¹ Более глубокие последствия можно было наблюдать позже, во время кризиса, когда полученные капиталы были использованы на раздутое потребление. Оказалось, что «никакая сила ничего не может поделать против экономического закона, по которому капитал может оставаться только в производительных руках и... страна может удерживать за собой не больше капиталов», чем она способна «производительно употребить». В Германии теперь многие жалуются «на финансовую администрацию», на то, что она поспешила получить контрибуцию сразу, «и в этой поспешности находят важную финансовую ошибку», утверждая, что для немецкой экономики было бы гораздо полезнее получать контрибуцию постепенно, в соответствии с темпами реального экономического роста страны – оказалось, что капитал, внезапно поступивший в страну, «не соответствует её производительным силам» (Германский денежный рынок // Финансовое обозрение. – 1874. – № 38. – С. 215).

но было неизбежно рано или поздно привести к дефициту бюджета⁵²².

Учредительская горячка 1871–1873 гг. получила название «грюндерский бум» (от нем. Gründer – учредитель компании). Основным очагом грюндерского бума 1870-х стал Берлин (подобно тому, как в 1820-е – Лондон, а в 1850-е годы – Париж)⁵²³. Значительную часть выпущенных на рынок акций составляли железнодорожные. Кроме железнодорожных компаний, ещё одним направлением акционерного ажиотажа стала спекуляция земельными участками и недвижимостью. И хотя эта сторона акционерного бума была более всего развита в Вене, в Германии многие спекулятивные операции с акциями также были связаны с недвижимостью.

Во время грюндерского бума в обществе распространилось преувеличенное представление о высокой прибыльности вложений капиталов в акции. В действительности реальная прибыльность акционерного капитала даже в годы грюндерского бума редко принималась выше 5% (в соседних Нидерландах уровень дивидендов в это время составлял 3,8–7,6%, в среднем 5,4%). А такая прибыльность не очень отличалась от прибыльности государственных облигаций⁵²⁴.

⁵²² «Этот дефицит складывается в настоящее время из неблагоприятного баланса внешней торговли и вексельных курсов Германии. Получение колоссальной контрибуции не только «не смогло его устранить», но даже «ускорило его возникновение». Контрибуция дала возможность Германии уплатить большую часть своих долгов и изъять из обращения значительную часть государственных облигаций, а «учреждение колоссальных фондов (вроде инвалидного) породило необходимость поместить соответственные капиталы» в надёжных фондах, после чего «произошло извлечение из оборота значительного количества государственно-долговых облигаций» (Германский денежный рынок // Финансовое обозрение. – 1874. – № 38. – С. 215).

⁵²³ И если с 1790 по 1867 г. в Пруссии было основано 225 акционерных обществ (в среднем 2 общества в год), а с 1867 по 1870 г. 54 акционерных общества (в среднем 18 в год), то после издания в июне 1870 г. нового акционерного закона только за один 1870 год было основано 34 общества, за 1871 г. – 259 обществ, за 1872 г. – 504 общества. Всего же с 1870 по 1874 г. в Пруссии было основано 857 акционерных компаний (Вирт М. История торговых кризисов в Европе и Америке / М. Вирт. – СПб.: Изд-во журнала «Знание», 1877. – С. 356).

⁵²⁴ Дивиденды крупных и давно существующих немецких акционерных компаний составляли (в среднем с 1870 по 1874 г.): 12,31% в горнодобывающих обществах; 8,36% в акционерных банках и небанковских кредитных учреждениях; 5,87% в железнодорожных обществах; 6,44% во всех прочих промышленных акционерных компаниях. Казалось бы, такие дивиденды были действительно выше, чем процент прибыли по государственным облигациям или банковским депозитам. Однако если учесть большое количество мелких и созданных только в годы грюндерского бума акционерных компаний, то средний уровень получаемых дивидендов окажется го-

Среди созданных акционерных компаний было немало банковских и кредитных учреждений. До 1870 г. в Германии был 31 акционерный банк с капиталом 400 млн марок, а за следующие три года было создано 107 новых банков с капиталом в 706 млн марок (среди них Deutsche Bank, Dresdner Bank, Commerzbank и др.).

Крупнейшим из новых банков был учреждённый 10 марта 1870 г. Deutsche Bank, созданный для того, чтобы преодолеть английский превосходство во внешней торговле, а также чтобы обеспечить превосходство нового финансового центра в Берлине над Гамбургом. Среди учредителей банка был Георг фон Сименс – племянник известного промышленника Вернера фон Сименса, одного из создателей немецкой электротехнической промышленности. Уставный капитал банка составлял 5 млн талеров, на 2 млн было выпущено облигаций банка, быстро размещённых и участвовавших в обращении на рынке ценных бумаг. Вскоре банк, ориентированный на международную торговлю, начал создавать сеть своих филиалов – в Шанхае и Йокогаме в 1872 г., в Лондоне в 1873 г. и др.⁵²⁵

Дивиденды немецких банков в 1867 г. были в диапазоне от 9,5% (Берлинский кассовый союз) до 4,7% (Лейпцигский банк). «Незначительность дивидендов германских банков сравнительно с дивидендами английских банков объясняется ограниченностью их

раздо меньше. Прибыльность в частных (не акционерных) предприятиях была в те годы значительно выше, к тому же далеко не все акционерные компании регулярно платили дивиденды. Так, в 1878 г. только 52% акционерных компаний (владевших 65% всего акционерного капитала) платили дивиденды; в 1883 г. – 66% компаний (88% всего акционерного капитала); в 1887 г. – 59% компаний (80% всего акционерного капитала). Необходимо учесть и значительные колебания величины дивидендов, отражающие колебания курсов акций в зависимости от общего состояния рынка. Так, Credit Mobilier платил дивиденды 13% в 1854 г., 47% в 1855 г., 24% в 1856 г., а в 1857 г., когда наступил кризис, дивиденды вообще не выплачивались. Акции Credit Mobilier (при номинале в 500 франков) в 1856 г. имели курс 1995,7 фр., а в 1870 г. – 87,5 фр. Дармштадский банк платил дивиденды 2,4% в 1854 г., 10,67% в 1855 г., 15% в 1856 г., 5% в 1857 г., 5,25% в 1858 г., 4% в 1858 г. Его акции в 1856 г. имели курс 170%, а в 1859 г. – 42% номинала. Курс акций австрийского Creditanstalt снизился от 205% номинала в 1856 г. до 42% в 1859 г. (Петражицкий Л. И. Акционерная компания. Акционерные злоупотребления и роль акционерных компаний в народном хозяйстве / Л. И. Петражицкий. – СПб.: Тип. министерства финансов, 1898. – С. 79–80).

⁵²⁵ Klubmann U. Das Kaiserreich. Deutschkand unter preubischer Herrschaft Von Bismarck bis Wilhelm II / U. Klubmann, J. Mohr. – Munchen: Deutsche Verlags-Anstalt, 2014. – S. 135–137.

вкладов»⁵²⁶. Тем не менее, появление акционерных банков, ориентированных на инвестиции в промышленность, в значительной мере стимулировало учредительский бум 1870-х годов – доля этих инвестиций выросла от 9% ВВП в 1850-е годы до более 17% в 1870-е годы⁵²⁷.

Хотя общее количество акционерных обществ увеличилось за годы бума в несколько раз⁵²⁸, общая сумма их капитала возросла незначительно, так как большинство созданных во время грюндерского бума акционерных компаний имели небольшой капитал. Однако количество выпущенных акций быстро увеличивалось, и в 1871–1872 гг. на Берлинской бирже котируются акции более 780 акционерных обществ.

Среди грюндеров не было аристократии – это были предприниматели нового поколения, разбогатевшие и возвысившиеся за счёт своих способностей и активности. Но грюндерам не хватало рафинированности стиля жизни, присущей крупной буржуазии. Поэтому, несмотря на нажитые огромные состояния, им оставалось лишь подражать родовой знати, хотя утончённость придворного церемониала часто низводила их до уровня обыкновенного буржуа с его неуклюжими манерами.

Аристократия не проявляла интереса к предпринимательству – государственное управление или дипломатия считались более престижными занятиями. Согласно распространённым в то время представлениям, любой офицер аристократического происхождения, пусть даже в небольшом чине, по социальному статусу стоял гораздо выше, чем самый богатый предприниматель. В этом отношении Германия значительно отличалась от Америки, где банкиры и промышленные магнаты всегда считались элитой общества. Но грюндеры, особенно крупные и преуспевшие, не очень переживали по этому поводу, – они гордились своими успехами и знали, что

⁵²⁶ Барыши германских банков // Приложение к № 29 Торгового сборника, журнала торговли и финансов. – 1870. – № 29. – С. 323.

⁵²⁷ Silke P. Die Gründerkrise von 1873 und ihre Auswirkungen / P. Silke. – München: GRIN Verlag, 2008. – S. 7–8.

⁵²⁸ До 1871 г. в Пруссии было 296 акционерных обществ с капиталом 2,4 млрд марок, из них 72% специализировались на строительстве железных дорог, а 11% работали в горнодобывающей отрасли. А с 1871 по 1873 г. в Германии было создано 928 новых акционерных обществ с общим капиталом в 2,78 млрд марок, а также 107 акционерных банков с капиталом в 740 млн марок (Gömmel R. Entstehung und Entwicklung der Effektenbörse im 19 Jahrhundert bis 1914 / R. Gömmel // Deutsche Börsengeschichte / Rainer Gömmel, Friedrich-Wilhelm Henning, Karl Heinrich Kaufhold, Bernd Rudolph, Rolf Walter. – Frankfurt am Main: Fritz Knapp Verlag, 1992. – S. 153–154).

несут в себе дух индустриальной эпохи. В особенности это касалось берлинских банкиров.

Герсон Бляйхредер

В те годы, когда образовался переизбыток свободных денег, каждый хотел получить свою долю в богатстве, от банкиров до бедняков. Сбережения были вложены в акции, биржевая спекуляция увлекала всех. Начался акционерный ажиотаж, тем более, что газеты каждый день писали о том, как легко можно разбогатеть на бирже. Деньги в создание акционерных обществ, часто весьма сомнительных, вкладывали и князь фон Гогенлоэ-Эринген, один из крупнейших землевладельцев Германии, и даже Бисмарк, которого современники нередко упрекали в том, что он совмещал управление государством с личным обогащением (что он успешно делал с помощью доверенного банкира Герсона Бляйхредера).

Когда начался кризис 1873 г., современники нередко называли его причиной корыстные интересы Бисмарка, на которого через Бляйхредера якобы влияли Ротшильды. По слухам, Бисмарк говорил о Ротшильде, что тот ради спекуляций на бирже готов похоронить всю Европу, а виноват всё равно будет немецкий канцлер. И хотя объективные причины кризиса были связаны не с операциями Бляйхредера и не с влиянием Ротшильдов, такие настроения в обществе привели к усилению в Германии антисемитизма. Тем более что политическая деятельность Бисмарка действительно была тесно связана с личными коммерческими операциями с помощью еврейских банкиров.

Когда Пруссия решила продать Кёльнско-Минденовскую железную дорогу, Бисмарк первым узнал об этом и через Бляйхредера выгодно приобрёл её акции для дальнейшей перепродажи по завышенной цене. Бляйхредер также приобрёл телеграфную компанию «Вольфше телеграфенбюро», преобразовав затем эту компанию в акционерное общество «Континенталь-телеграфенкомпани», занявшее монопольное положение в немецкой системе связи. Известны и другие примеры подобных его операций.

Показательна история помещика из Померании, продавшего своё имение за 250 тыс. талеров и вложившего капитал в акции Центрального строительного банка (выплачивавшего огромные дивиденды – 43%). Желая быстро разбогатеть, помещик купил акций на 320 тыс. талеров, уплатив 250 тыс. наличными, а 70 тыс.

взял в долг в банке. При этом банк в обеспечение долга взял на хранение акции. Когда их курс начал падать, банк потребовал срочное погашение долга, а поскольку помещик не мог этого сделать, принудительно разорвал соглашение и продал все акции на бирже. Помещик не только полностью разорился, но и остался должен банку 20 тысяч талеров.

Особенности акционерного бума

Создание новых акционерных обществ часто происходило путём преобразования уже существующих предприятий (часто не очень прибыльных и не отличающихся какими-либо технологическими инновациями) в акционерные общества⁵²⁹. С целью спекуляции выпускалось завышенное количество акций, нередко в несколько раз превышающих реальную стоимость предприятия.

Акции быстро продавались за счёт хорошо организованной рекламы с помощью газет и красиво изданных проспектов эмиссии. Подкуп прессы во время грюндерского бума был весьма распространённой практикой. В Германии большая часть газет финансировалась теми или иными банками, что не могло не влиять на содержание публикаций⁵³⁰. «Страсть к биржевой игре с ужасающей быстротой охватывает все слои населения» и даже Берлин, «философский и благочестивый город... имеет две большие ежедневные биржевые газеты, – роскошь, какой не знают ещё Париж и Лондон»⁵³¹. Неудивительно, что после такой подготовки, «старые и молодые, знатные и простые стояли в сжатой толпе всю ночь перед конторой... несмотря на холод... ожидая очереди. Добытые свиде-

⁵²⁹ Учреждение акционерной компании обычно начиналось с того, что посредник, предоставляющий учредительские услуги, заключал соглашение с владельцем промышленного предприятия (как правило, имеющего долги), в котором оговаривалось, что за вознаграждение от 5 до 100 тыс. талеров посредник соберёт учредителей акционерной компании. После этого посредник находил банк, готовый финансировать создание акционерной компании, и получал комиссионные ещё и от банка, а банк находил учредителей. При определении основного капитала за основу бралась цена, названная владельцем реального промышленного предприятия, с добавлением сумм комиссионных вознаграждений для посредника и для банка (прибыль банка обычно в четыре раза превышала прибыль посредника). После этого произошло формальное учреждение акционерного общества.

⁵³⁰ Во Франции такая практика была распространена не меньше, если не больше – в марте 1888 года перед подпиской на акции Assurance financière на публикацию заказных статей в газетах и журналах было потрачено 2,85 млн франков.

⁵³¹ Journal des Economistes. – 1856. – 15. X. – P. 59, 66–67.

тельства о подписке жадно раскупались всеми по 8–15 гульденов, хотя они ещё не гарантировали получение акций»⁵³².

Многие акционерные общества исчезали так же быстро, как и создавались. Особенно быстро росло количество строительных компаний (только в Берлине их было создано в это время более 100), рекламировавших планы жилищного строительства (если бы эти планы были реализованы, то квартир хватило бы на 9 млн человек, что значительно превышало население Берлина). Бурная строительная активность привела даже к возникновению особого архитектурного стиля эпохи грюндерства.

Аферы Струссберга и начало «грюндерского краха»

Грюндерский бум длился недолго. Он сопровождался не только массовым выпуском ценных бумаг, но и многочисленными биржевыми спекуляциями, а также частыми случаями мошенничества, что, в конечном счёте, и привело к «грюндерскому краху» 1873 г. Толчком к началу краха стало разоблачение в прусском рейхстаге 7 февраля 1873 г. афер «железнодорожного короля» Бетеля Генри Струссберга⁵³³. В этих спекулятивных операциях уча-

⁵³² Петражицкий Л. И. Акционерная компания. Акционерные злоупотребления и роль акционерных компаний в народном хозяйстве / Л. И. Петражицкий. – СПб.: Тип. министерства финансов, 1898. – С. 121–122, 133.

⁵³³ История Струссберга, решившего разбогатеть на системе генерального подряда, с которой он познакомился в Англии, была типична для эпохи грюндерства. Сложность применения генерального подряда в Германии состояла в том, чтобы получить максимальную прибыль законным образом, не нарушая предписания торгового кодекса (акционерное общество нельзя было основать, не доказав, что весь акционерный капитал распространен среди акционеров по стоимости не ниже номинальной). При использовании системы генерального подряда государство передавало весь проект строительства (например, железной дороги) одному предпринимателю, оплачивая подряд акциями. Предприниматель мог продавать их на бирже, но полученный доход он должен был внести в кассу компании. Риски при использовании генерального подряда были значительными, так как нельзя было не только точно определить стоимость земельного участка и строительных работ, но и окупаемости железной дороги. Струссберг обладал талантом успешно решать эти проблемы, и если в своём первом проекте (железная дорога Тильзит-Инсбрук) он был лишь посредником, то в последующих проектах (в частности, Восточнопрусской железной дороги) он стал генеральным подрядчиком, получив немалые доходы. За несколько лет он превратился в «прусского железнодорожного короля» – «человека, покупающего всё». Подробнее о Струссберге см.: Borchart J. Der europäische Eisenbahnkönig Bethel Henry Strousberg / Borchart J. – Munich: C.H. Beck, 1991. – 352 s.; Hunt R. The Amazing Dr. Strousberg / R. Hunt. – London, Richard Hunt Publishing, 2009. – 196 p.

ствовали многие высокопоставленные политические деятели (в частности, министр торговли граф Итценплитц) и представители аристократии. Начался скандал, подогреваемый газетами.

За короткое время Струссберг создал крупный промышленный концерн и построил не только дороги Берлин – Герлиц, Бранденбург – Позен, Галле – Сорау, Ганновер – Альтенбекен, но и получил разрешение на строительство в России железной дороги Брест – Граево и в Венгрии – Северо-восточной железной дороги. Трудности у Струссберга начались при постройке железной дороги в Румынии. Румынское правительство выпустило для финансирования строительства 7,5% облигации на сумму 254 млн франков, обязавшись регулярно выплачивать проценты, а Струссберг должен был до 1872 г. сдать несколько готовых участков дороги. Однако строительство столкнулось с многочисленными проблемами⁵³⁴.

Струссберг понимал, что не сможет выполнить свои обязательства по срокам строительства, и ему необходимо было выплачивать каждые шесть месяцев огромные проценты (2,5 млн талеров) по румынским облигациям. В 1870 г., чтобы собрать эту сумму, ему пришлось продать по очень низкой цене большое количество ценных бумаг из собственных резервов, на чём он понёс убытки в 4 млн талеров. Недовольство в Румынии приняло форму политического скандала, и Струссберг просил прусское правительство выдать ему 2,5 млн талеров в долг под залог ценных бумаг. Бисмарк был готов его поддержать, чтобы не допустить краха одного из крупнейших немецких промышленников, но министры из кабинета Бисмарка отказались, и 1 января 1871 г. Струссберг объявил о своей неплатёжеспособности. Бисмарк писал по этому поводу в одном из своих писем графу Карлу де Сент-Валье: «Наши крупнейшие магнаты... полагали, что Струссберг принесёт им золотой кладёз, и масса людей рисковала своей собственностью... Теперь всё это погребено в румынской грязи и многочисленные люди увидели себя в один прекрасный день разорёнными»⁵³⁵.

Осенью 1871 г. Бисмарк поручил дела обанкротившегося Струссберга своим доверенным банкирам, Герсону Бляйхредеру и

⁵³⁴ Румыния в то время была неразвитой страной, и трудно было заранее оценить расходы по этому проекту, на практике оказавшиеся намного большими, чем ожидалось. Сроки строительства нарушились, и весной 1870 г. курс румынских облигаций на Берлинской бирже начал падать. В Румынии нарастало недовольство проектом Струссберга.

⁵³⁵ Оггер Г. Магнаты. Начало биографии / Г. Оггер. – М.: Прогресс, 1985. – С. 91–92.

Адольфу Ханземану, создавшим новое акционерное общество, которому нужно было собрать 15 млн талеров, чтобы завершить строительство. А Струссберг в конце 1875 г. был арестован в Петербурге из-за опротестованного векселя на 2 млн талеров – его обвиняли в том, что он склонил руководство Ссудно-коммерческого банка предоставить ему большие кредиты с нарушением правил (Струссбергу удалось получить с помощью сговора с руководством банка более 7 млн рублей), и он был заключён в тюрьму на семь лет. Концерн Струссберга распался, и в 1882 г. он вернулся в Берлин банкротом.

Когда разразился «грюндерский крах», массовый характер приобрела практика сокращения основного капитала акционерных компаний⁵³⁶. Затронул кризис и акционерные коммерческие банки, в том числе такие крупные, как Deutsche Bank. Банку пришлось закрыть часть своих филиалов и переосмыслить свою стратегию, ориентируясь прежде всего на внутренние операции, такие как размещение государственных облигаций. Планы долгосрочного инвестирования капиталов в промышленность также пришлось на время отложить и заняться краткосрочными торговыми кредитами. Объём операций с государственными и муниципальными облигациями вырос к 1875 г. до 5,5 млрд марок⁵³⁷.

⁵³⁶ Если в 1872 г. не было ни одного случая сокращения, в 1873 г. отмечалось два сокращения на сумму 9,6 млн марок, то с 1874 г. сокращения становятся массовыми (в 1874 г. – 26 сокращений на 65,36 млн марок, в 1875 г. – 28 сокращений на 54,0 млн, в 1876 г. – 37 сокращений на 48,42 млн, в 1877 г. – 43 сокращения на 66,65 млн, в 1878 г. – 37 сокращений на 84,08 млн, в 1879 г. – 47 сокращений на 69 млн марок. Ликвидация акционерных компаний во время «грюндерского краха» затронула прежде всего новые, недавно созданные предприятия. Из 203 компаний, учреждённых в Пруссии до 1871 г., во время кризиса 1873 г. было ликвидировано лишь 30 (14,7%). Гораздо больше затронула ликвидация молодые компании – из 478 компаний, основанных в 1872 г., ликвидировано было 138 (28,9%); из 162, основанных в 1873 г., ликвидировано было 67 (41,4%); из 30, основанных в 1874 г., вскоре ликвидировали 14 (46,7%) (Петражицкий Л. И. Акционерная компания. Акционерные злоупотребления и роль акционерных компаний в народном хозяйстве / Л. И. Петражицкий. – СПб.: Тип. министерства финансов (В. Киришбаума), 1898. – С. 141–142, 184).

⁵³⁷ В 1883 г., после поездки учредителя банка Георга фон Сименса в США, акцент был сделан на инвестиции в американские железные дороги, и вскоре Deutsche Bank приобрёл долю в компании Northern Pacific Railroad. В дальнейшем банк участвовал в финансировании постройки железной дороги из Стамбула в Багдад, а также инвестировал капиталы в железнодорожные проекты в Китае и Восточной Африке (Klubmann U. Das Kaiserreich. Deutschkand unter preubischer Herrschaft Von Bismarck bis Wilhelm II / U. Klubmann, J. Mohr. – Munchen: Deutsche Verlags-Anstalt, 2014. – S. 138).

Тяжёлое положение на финансовом рынке сохранялось и в 1875 г. В Берлине «надежды, которые возлагались биржею на новый [1875] год, не оправдались», хотя и были основания «предполагать... поворот к лучшему. Несмотря на значительный прилив свободных капиталов в виде поступления значительных сумм по купонам, биржа продолжает бездействовать», и даже «спекуляция оказывается бессильною», а публика «по прежнему продолжает держаться не заинтересованно и отстранённо»⁵³⁸.

В целом же, несмотря на все тяжёлые последствия «грюндерского краха» 1873 г., нельзя недооценивать и положительные результаты грюндерского бума – за три года в Германии было построено большое количество металлургических и машиностроительных заводов, а также создано более 900 акционерных обществ, активы которых достигли 2,8 млрд марок.

Австрийский рынок ценных бумаг: 1848–1873 гг.

Вена – центральноевропейская столица капитала

После австрийской революции 1848 года, ускорившей экономические преобразования в стране, Вена стала признанной центральноевропейской «столицей капитала». «Хорошо, легко и беззаботно жилось в той старой Вене... вместо немецкого трудолюбия... вместо этого корыстного стремления опережать всех и вся, в Вене любили неспешно посидеть, обстоятельно поговорить... Живи и дай жить другим» – таков был всеобщий венский принцип... Бедные и богатые, чехи и немцы, евреи и христиане, несмотря на взаимное подтрунивание, мирно уживались бок о бок»⁵³⁹. Символами неспешного и расслабленного образа жизни стали чашка кофе и утренняя газета – неважно, Wiener Tagblatt или Lemberger Zeitung, и такие же неспешные ленивые беседы о политике, биржевых курсах и модах. «Это было особое искусство жить, которым средние слои австро-венгерского общества владели в совершенстве»⁵⁴⁰.

⁵³⁸ Берлин, 7 февраля 1875 г. (Корреспонденция «Финансового обозрения») // Финансовое обозрение. – 1875. – № 5. – С. 86.

⁵³⁹ Цвейг С. Вчерашний мир. Воспоминания европейца / С. Цвейг. – М.: Радуга, 1991. – С. 30. – http://www.belousenko.com/wr_Zweig.htm.

⁵⁴⁰ У Ярослава Гашека, Йозефа Рота и Роберта Музиля при всей ностальгии образ Австро-Венгрии не столь позитивен. «Швейк сказал в пользу Австрии несколько

Основными финансовыми центрами, где производились операции с ценными бумагами, стали Венская, Пражская и Будапештская биржи, вокруг которых сформировались финансовые бизнес-сети, распространявшие своё влияние в различных регионах империи. И хотя значение Вены как финансового центра в общеевропейском масштабе было безусловно меньшим, чем Берлинской или Парижской бирж, для финансовых рынков Центральной, Южной и Восточной Европы Вена стала основным центром притяжения.

«Мартовская революция» 1848 г. и начало индустриализации

Австрийскую «мартовскую революцию» 1848 г., когда в ценившем традиции австрийском обществе началась социальная модернизация, по своему значению для экономической либерализации можно сравнить с реформой 1861 г. в Российской империи. По времени эта революция совпала с начинающейся в Европе эпохой либерализма, но в империи Габсбургов либерализм имел несколько иной характер, чем во Франции или Англии. К середине XIX века в Австрии практически не было среднего класса, а финансисты и промышленники были тесно связаны с правящей аристократией. Поэтому какие-либо революционные преобразования существующего порядка им не были нужны. Но ускорение экономического развития они считали экономически выгодным.

Особенностью экономических преобразований в Австрийской империи было участие в них и немецких предпринимателей, и английских инженеров, и еврейских банкиров – такая многонациональность здесь была гораздо больше распространена, чем в других странах Европы. Наиболее активными процессы индустриализации были в Богемии, Моравии и Силезии. Развитие промышленности происходило в Габсбургской империи весьма неравномерно и было подвержено влиянию различных факторов – как экономи-

тёплых слов, а именно, что такой идиотской монархии не место на белом свете» (Гашек Я. Похождения бравого солдата Швейка / Я. Гашек. – <http://www.erlib.com>). У Роберт Музиля, иронически и неблагозвучно называвшего Австро-Венгрию «Какания» (от распространённой аббревиатуры «к. к.» – «кайзеровско-королевский»), эта страна была пронизана бюрократией и взаимной неприязнью. «В Какании только гения всегда считали болваном... Не выдерживал внутренне настоящий каканец жизни в Какании. И если бы от него потребовали австрийского века, это показалось бы ему адской мукой, которой только в насмешку можно добровольно подвергнуть себя и мир» (Музиль Р. Человек без свойств / Р. Музиль. – <http://www.e-reading.link/book.php?book=40125>).

ческих (периоды подъёмов и спадов, соответствовавшие общемировым), так и политических. Первый этап индустриализации был связан с бумом железнодорожного строительства в 1850–1857 гг., на некоторое время прерванный кризисом 1857 г. Второй этап индустриализации с 1867 по 1873 г., называемый обычно грюндерским бумом (создавшим мощный импульс, повлиявший затем на дальнейшую историю австрийской экономики), закончился во время «грюндерского краха» 1873 г.

Формирование кредитно-финансовой системы

Немецкая модель индустриализации оказала значительное влияние на Австро-Венгерскую империю, особенно на её западные регионы. И хотя австрийская часть монархии Габсбургов была менее развита, чем Германия, банки здесь активно участвовали в индустриализации (в отличие от Венгрии). Когда в 1850-е годы в Австрийской империи началась активная индустриализация и постройка железных дорог, источниками финансирования новых компаний стали акционерные коммерческие банки. Как и в соседней Германии, все австрийские акционерные общества зависели от того или иного банка.

В 1840–1850-е годы были организованы акционерные коммерческие банки, ориентированные на краткосрочные кредиты промышленным предприятиям⁵⁴¹ – венгерский Pest Magyar Kereskedelmi Bank (1841), венский Niederösterreichische Escompte-Gesellschaft (1853) и Banca Commerciale Triestina в Триесте (1853). Наиболее известным из таких банков стал венский Credit-Anstalt (полное его название было Österreichische Credit-Anstalt für Handel und Gewerbe), основанный в 1855 г. при активном участии Ротшильдов. Вскоре банк открыл свои региональные отделения в Праге, Будапеште, Брно, Триесте и Львове.

Ротшильды, основные конкуренты братьев Перейра, не дали им стать основателями венского акционерного банка Credit-Anstalt.

⁵⁴¹ Депозитные банки начали создаваться несколько раньше – первый такой банк Erste Österreichische Sparkasse был основан в Вене ещё в 1819 г., а затем по его примеру стали создаваться другие такие банки (например, Bohmische Sparkasse в Праге). В дальнейшем, во второй половине XIX века, система депозитных банков значительно расширилась (Albrecht C. The Decision to Establish Savings Banks in Bohemia, 1825–1870 / C. Albrecht // *Economic Development in the Habsburg Monarchy and in the Successor States. Essays.* Edited by John Komlos. – New York: Columbia University Press, 1990. – P. 76–77).

Хотя в борьбе за сферы влияния в Австрийской империи Ротшильды однозначно лидировали, оттеснив братьев Перейра, именно у них Ротшильды позаимствовали удачную идею инвестиционного банка, аккумулирующего финансовые ресурсы и предназначенного для финансирования железнодорожного строительства и промышленных предприятий. В последующие годы было основано несколько новых подобных банков, в частности, в 1863 г. Anglo-Austrian bank с отделением во Львове. Эти банки, предоставлявшие краткосрочные кредиты, сыграли решающую роль в финансировании развития промышленности.

Финансовый кризис 1857 года стал рубежом в развитии финансовой системы Австрийской империи – эпоха частных банкирских домов окончательно ушла в прошлое. Символом этого стал крах 5 мая 1859 года известного в первой половине века венского банкирского дома Arnstein und Eskeles после того, как парижский банк Credit Mobilier отказался оплатить его векселя на сумму 30 млн франков. Arnstein und Eskeles «являлись основными вексельными маклерами столицы... В их руках были сосредоточены, не считая столицы, денежные операции промышленников Венгрии, Богемии и Силезии. Фирма гордилась своим 80-летним существованием, и её глава, барон фон Эскелес, соединял в одном лице обязанности директора Национального банка, генерального консула в Дании, председателя правления компании по учёту векселей в Нижней Австрии, председателя компании государственных железных дорог... после Ротшильда он был крупнейшей финансовой фигурой империи... После этого краха не проходило дня без того, чтобы на Венской фондовой бирже не регистрировался целый ряд банкротств»⁵⁴².

Возрастание значения акционерных коммерческих банков

После кризиса 1857 г. быстро начало возрастать значение акционерных коммерческих банков. Особенно активно создание таких банков происходило в Чехии, где были более благоприятные условия для финансовых инноваций, и здесь ещё в 1820-е годы начали создаваться первые сберегательные банки, а в 1830-е годы – первые страховые компании. Наиболее известными чешскими ак-

⁵⁴² Маркс К. Чрезвычайно важные известия из Вены / К. Маркс // Маркс К., Энгельс Ф. Соч. – 2 изд. – Т. 13. – С. 353.

ционерными банками были Mährische Escompte-Bank (1862), Bohmische Escompte Bank (1863), Zivnobanka (1863). Эти и другие чешские банки активно финансировали начавшееся развитие сахарной промышленности, а Zivnobanka стал не просто инвестиционным, а действительно универсальным банком, как и немецкие универсальные банки. Развитие банковской системы в Чехии, индустриально наиболее развитом регионе, дополнялось открытием в мае 1871 г. Пражской биржи⁵⁴³.

Хотя банковская система Австро-Венгрии формировалась по примеру немецкой (а также, отчасти, французской) банковских систем, в ней были специфические элементы, весьма характерные для Габсбургской империи – организация изначально двунационального Австро-Венгерского банка, система земельных банков Landesbanken и др. Многонациональная природа финансовой системы империи хорошо проявилась при создании крупнейшего венского акционерного банка Credit-Anstalt и подписке на его акции – 40% акций приобрели банкирские дома Ротшильдов в Вене, Франкфурте и Париже, 50% – влиятельные представители австрийской, венгерской и богемской родовой аристократии, 10% – пражские частные банкиры. Так совладельцами акционерного капитала стали и представители правящей династии, и родоая аристократия из Венгрии и Богемии, и состоятельные венские еврейские банкиры⁵⁴⁴.

При учреждении банков в Австро-Венгрии рекламная кампания в прессе (а иногда и её подкуп) была таким же обычным делом, как в Германии и Франции. Перед учреждением в Вене банка Credit-Anstalt все редакции крупных газет получили по 500 акций, автоматически став акционерами банка. После этого они, естественно, были заинтересованными в его прибыльности. Сотрудникам редакции газет предлагалось даже получить в определённый день авансом дивиденды по 15–80 гульденов⁵⁴⁵ на каждую акцию, чем они и воспользовались⁵⁴⁶.

⁵⁴³ Rudolph R. L. Banking and Industrialization in Austria-Hungary: The Role of Banks in the Industrialization of the Czech Crownlands, 1873–1914 / R. L. Rudolph. – Cambridge: Cambridge University Press, 2008. – P. 69–72.

⁵⁴⁴ Wurm S. The Development of Austrian Financial Institutions in Central, Eastern and South-Eastern Europe / S. Wurm. Comparative European Economic History Studies Working Paper Series Number 31. November 2006. – Vienna: University of Applied Sciences of Vienna, 2006. – P. 26. – http://www.econbiz.de/archiv1/2009/97031_development_financial_institutions.pdf.

⁵⁴⁵ Гульден – денежная единица Австрийской империи, по курсовой стоимости равна венгерскому флорину. В цитатах из различных источников суммы капиталов ак-

В годы грюндерского бума конца 1860 – начала 1870-х были созданы международные банки со смешанным капиталом – Англо-австрийский банк в Вене, Франко-австрийский в Вене и Франко-венгерский в Будапеште (хотя последние два банка не были непосредственно связаны с Францией, а их соучредителями выступил франкфуртский банк Erlanger). Венские банки начали активно участвовать в финансировании строительства железных дорог, в особенности контролируемый Ротшильдами банк Kredit-Anstalt⁵⁴⁷. Большая часть таких банков, размещавших облигации железнодорожных компаний и промышленных предприятий, обанкротились во время кризиса 1873 года.

*Создание Австро-Венгрии и экономический подъём
конца 1860-х годов*

Первая половина 1860-х годов, перед созданием в 1867 г. Австро-Венгерской империи, была не самым благоприятным временем для экономического роста и развития рынка ценных бумаг. Низкий курс государственных ценных бумаг стал причиной того, что процентная ставка была повышена до 7% (значительно больше, чем в Англии – 3,3% и Франции – 4,7%). В железнодорожном строительстве начался застой, что привело к торможению развития металлургической промышленности. Неурожаи 1863 и 1864 гг., а также кризисные явления, распространившиеся и на лёгкую промышленность, привели к общей стагнации в экономике, достигшей своего пика во время политического кризиса 1865–1866 гг. (поражение в войне с Пруссией, отставка либерального кабинета министров и приостановка действия конституции), по времени совпавшего с экономическим кризисом 1866 г.

ционерных компаний, объёмы эмиссии ценных бумаг и т. п. приводятся как в гульденах, так и в флоринах.

⁵⁴⁶ Петражицкий Л. И. Акционерная компания. Акционерные злоупотребления и роль акционерных компаний в народном хозяйстве / Л. И. Петражицкий. – СПб.: Тип. министерства финансов (В. Киршбаума), 1898. – С. 121–122.

⁵⁴⁷ Несмотря на то, что государственные железные дороги в Габсбургской империи были развиты больше, чем в других странах Европы (в 1854 г. при общей длине железных дорог 2617 км государственных было 1852 км), бюджетно-финансовые трудности во время Крымской войны 1853–1856 гг. привели к тому, что от идеи государственных железных дорог временно пришлось отказаться. Однако в 1873 г., когда общая длина железнодорожной сети достигла 9600 километров, 90% этой сети принадлежало государству.

Новый подъём был связан с созданием в 1867 г. Австро-Венгерской империи после объединения Австрийской империи с Венгерским королевством. Несмотря на последовавшие вскоре драматические события «грюндерского краха» 1873 г., начался длившийся до Первой мировой войны период относительной стабильности, перемежаемой периодическими кризисами, обычными для рыночной экономики. Это был «золотой век надёжности», как его ностальгически называли многие после Первой мировой войны. Казалось, что в «тысячелетней» Габсбургской монархии всё было «вечным» и «неизменным», и каждый день над ней всё так же неизменно вставало «императорско-королевское» солнце. «Императорско-королевским» (Kaiserlich und Koeniglich, что символизировало двуединую Австро-Венгерскую монархию) в то время называлось всё, от армии до железных дорог и банков. Такая траектория развития, ориентированная на надёжность и постоянство, была заложена в самые первые годы после создания Австро-Венгерской империи – «семь тучных лет» грюндерского бума до кризиса 1873 г. В Австро-Венгрии, как и во многих других странах Европы, настала эпоха классического либерализма, когда вера в цивилизацию и прогресс, в свободу торговли и перемещения капиталов казалась непреложной истиной.

Спекулятивный бум начался именно в Австрии, так как эта страна внушала более доверия предпринимателям, чем Франция и Германия, готовящиеся к новой войне. Больше всего спекуляция расцвела в Венгрии, где влиятельные круги увлеклись железнодорожными проектами. После объединения Венгрии с Австрией для этих проектов сложились весьма благоприятные условия, так как европейский финансовый рынок охотно начал предоставлять для них капиталы.

Акционерное учредительство 1860-х – начала 1870-х годов

Учреждение акционерных компаний приобрело в Австрии массовый характер после принятия первого акционерного закона («Закон об обществах» от 26 ноября 1852 года, дополненного затем законами 1862 и 1906 гг.). За один только 1857 год было основано сразу несколько железнодорожных компаний с суммарным капиталом 100 млн гульденов. С 1853 по 1857 г. было учреждено не-

сколько банков, в том числе ипотечных⁵⁴⁸ с общим капиталом 350 млн гульденов, железнодорожных компаний с капиталом 250 млн гульденов и страховых компаний с капиталом 100 млн гульденов. Как и в соседней Германии, первый период активного учредительства закончился кризисом 1857 года.

Активное создание акционерных компаний началось после окончания кризиса 1856–1857 гг., однако настоящий бум начался в 1869 году – только за год было основано 141 новое акционерное общество (в 1868 г. – 5) с общим капиталом в 517 млн флоринов. Наибольшим бум был в Вене – в мае 1869 г. совокупный капитал недавно основанных предприятий достиг 982 млн флоринов, в том числе капитал акционерных обществ – 470 млн флоринов⁵⁴⁹. Учредительский бум стал возможным благодаря легкодоступному кредиту⁵⁵⁰. Для снижения спекулятивного ажиотажа австрийский национальный банк вынужден был прибегнуть в конце июля к мере, которую он редко употреблял, повысив учётную ставку с 4,5% до 5%; но мера эта была принята слишком поздно. Участники рынка погрузились в рискованную игру – к осени 1859 г. стоимость кредита повысилась и возник дефицит капиталов.

Экономический подъём конца 1860-х годов в Австро-Венгрии во многом был похож на грюндерский бум в Германии. Проводимая правительством в 1860-е годы либеральная политика в отношении создания акционерных обществ и развития рынков ценных бумаг привела к тому, что в Австро-Венгрии начался учредительский ажиотаж, усиливавшийся большим количеством легкодос-

⁵⁴⁸ Первым ипотечным банком, организованным по прусской модели, стал Galizische Landständische Credit-Anstalt, основанный в Галиции в 1841 году. В 1863 г. начали работу венгерский ипотечный банк Magyar Földhitelintézet, а также австрийский Allgemeine Österreichische Boden-Credit-Anstalt (основан в 1863 г.).

⁵⁴⁹ В Венгрии, в Пеште в начале 1868 г. была лишь 21 акционерная компания, общий капитал которых не превышал 30 миллионов флоринов, но к сентябрю 1869 г. там уже действовало 99 обществ, имевших номинальный капитал в 135 миллионов, из которых 100 миллионов было уже уплачено. В пештском вексельном суде было зарегистрировано с февраля 1868 г. по сентябрь 1869 г. 84 общества с общей суммой капитала 326,8 млн флоринов.

⁵⁵⁰ Только лишь в Вене было в 1869 году 28 кредитных организаций (23 из них – акционерные банки с капиталом 387,6 млн флоринов; 15 из этих банков были созданы в Вене за 1869 год. В целом в Австро-Венгрии к 1869 г. было 59 акционерных банков с суммарным капиталом 132,2 млн гульденов – 40 из них созданы за один 1869 год (в 1868 г. было создано 6 банков). Только лишь в Вене было в 1869 году 28 кредитных организаций (23 из них – акционерные банки с капиталом 387,6 млн флоринов; 15 из этих банков были созданы в Вене за 1869 год). В целом в Австро-Венгрии к 1869 г. было 59 акционерных банков с суммарным капиталом 132,2 млн гульденов – 40 из них созданы за один 1869 год (в 1868 г. было создано 6 банков).

тупных и необеспеченных кредитов, предоставленных недавно созданными банками. В то же время экономика Австрийской империи была развита гораздо слабее, чем в Германии. Лишь в некоторых районах (в Вене, Венском Нейштадте, Триесте, Праге и Брюнне) были простроены машиностроительные заводы и другие промышленные предприятия, сравнимые с немецкими.

Однако, несмотря на это отставание в промышленном развитии, в Вене в начале 1870 г. открылось 20 новых акционерных банков (в Берлине в это время был только один такой банк – Kassenferain с капиталом 1 млн талеров), а капитал крупнейшего из венских банков, Credit-Anstalt, составлял 40 млн талеров. Кроме того, в Австрии широко распространились появившиеся первоначально в Германии кредитные компании (Maklerbanken), а также компании, предоставлявшие кредиты на недвижимость (Baubanken). Первоначально при предоставлении ипотечного кредита на один год выдавалась расписка, но потом Национальный банк Австрии разрешил выдавать кредиты на недвижимость в форме ипотечных облигаций – первоначально со сроком погашения один год, затем – шесть и, наконец, двенадцать лет.

Если до 1860-х годов в Австрии «историческое развитие акционерного дела шло... рука об руку с германским», то после 1860-х годов «Австрия далеко превзошла своего соперника, если не на поле битвы, то на поле самой бесшабашной спекуляции... Во всём мире отрицательные стороны акционерного дела не проявились с такой силой и в таких размерах, как в Австрии»⁵⁵¹.

Хотя австрийский рынок акций начал развиваться несколько позже, чем в Германии, в 1850-е годы на Венской бирже объём операций с ними рос очень быстро и акции были распространены даже больше, чем на Берлинской – количество их наименований увеличилось с 42 в 1854 г. до 96 в 1867 г. и 154 в 1873 г. В 1869 г. на венский рынок ценных бумаг было выброшено большое количество железнодорожных акций на общую сумму 43,7 млн флоринов. Железнодорожными бумагами дело не ограничилось – не проходило и недели без того, чтобы какой-нибудь новый банк или промышленное предприятие не предлагали свои бумаги на бирже. В течение 6–8 месяцев на рынок были выпущены акции 38 новых предприятий с суммарным капиталом 98,8 млн гульденов.

⁵⁵¹ Тарасов И. Т. Учение об акционерных компаниях / И. Т. Тарасов. – К: Университетская типография, 1878 (репринт. – М.: Статут, 2000). – С. 105.

В 1871 г. в Австро-Венгрии было уже 376 акционерных компаний с общим капиталом 1,9 млрд гульденов (из них 6 млн – акционерный капитал, 1271 млн – облигационный). В 1873 г. 900 акционерных компаний имели совокупный капитал 2,4 млрд гульденов (акционерный капитал – 200 млн гульденов, облигационный – 2200 млн гульденов). «Долги превосходили активы предприятий в 11 раз, что не могло не разразиться памятным кризисом», так как давно известно, что «необдуманное пользование облигационными займами ведёт... к несостоятельности даже весьма серьёзные предприятия». Вероятно, «громадность заключённых облигационных займов» объяснялась «недобросовестностью и легкомыслием лиц, находящихся во главе управления»⁵⁵².

В 1871 г. в Австро-Венгрии эмиссия ценных бумаг значительно возросла и достигла 544,6 млн гульденов (2 государственных займа на 33 млн гульденов; 5 городских займов на 14 млн; бумаги 30 акционерных банков на 115,2 млн; 34 железнодорожных обществ на 305,2 млн; 36 промышленных предприятий на 77,2 млн). В 1872 г. сумма выпущенных бумаг достигла 1108 млн гульденов (государственный заём на 40 млн; 7 городских займов на 14,8 млн; 87 наименований бумаг банков на 420,95 млн; 35 наименований – железнодорожных компаний на 251,11 млн; 131 наименование – промышленных предприятий на 381,14)⁵⁵³.

Особенно высокими были темпы экономического роста в Венгрии, несмотря на её общий более низкий уровень промышленного развития – 3% в год, в то время как в австрийской части империи – 2,5%⁵⁵⁴. Усиливалась территориальная специализация – в Моравии и Словении развивалась металлургическая и военная промышленность; в Богемии, Верхней Силезии и Центральной Венгрии – текстильная и пищевая промышленности; Галиция, Буковина и Трансильвания оставались аграрными регионами.

Бурное акционерное учредительство в 1869–1870-е годы могло создавать впечатление, что торговля и промышленность в Австро-Венгрии настолько хорошо развиты, что, например, только лишь для перевозки грузов и пассажиров по водным путям дейст-

⁵⁵² Привилегированные акции и облигации // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1899. – № 45. – С. 486.

⁵⁵³ Вирт М. История торговых кризисов в Европе и Америке / М. Вирт. – СПб.: Изд-во журнала «Знание», 1877. – С. 355.

⁵⁵⁴ Исламов Т. М. Распад Австро-Венгерской монархии и его последствия в политической эволюции Среднеевропейского региона / Т. М. Исламов // Первая мировая война. Пролог XX века / Отв. ред. В. Л. Мальков. – М.: Наука, 1998. – С. 349.

вительно появилась реальная потребность в создании 11 новых доходных компаний с капиталом в 20 млн флоринов. Однако уже в 1870 г. (особенно после непродолжительного спада учредительской активности во время биржевой паники в Вене в 1870 г.) всё чаще можно было слышать разговоры, что бо́льшая часть акционерных компаний «дутые», а на самом деле в промышленности и торговле усиливается застой⁵⁵⁵.

Несмотря на нарастание застойных тенденций и непродолжительную биржевую панику 1870 года, акционерный бум продолжался. И хотя из 32 банков, основанных в 1869 году, 11 прекратило своё существование во время периода нестабильности на бирже 1870 г., этот тревожный сигнал не привлёк внимания. За следующие три года было основано 58 новых банков.

С 1871 г. в Вене и в Берлине началась настоящая банкомания, доходившая до того, что даже строительные компании преобразовывались в банки; даже биржевые маклеры учреждали свои «маклерские банки». Многие из этих банков занялись рискованными операциями и приняли участие в таких железнодорожных проектах и строительных компаниях, которые могли дать доход лишь в отдалённом будущем. С началом кризиса эти банки сразу же прекратили платежи.

Особенно важную роль играли в Вене и Берлине строительные банки, возникшие путём преобразования обычных строительных компаний. Спекулятивные операции в строительстве были основаны на растущем спросе на жильё. Все настолько увлеклись игрой на повышение, что даже конкуренция не вызывала уменьшения цен⁵⁵⁶.

Во время грюндерского бума в начале 1870-х годов расцвет переживала Венская биржа. «На Венской бирже операции совершаются тем же порядком, как на Берлинской и Парижской». До начала 1870 годов в котировках биржи были преимущественно ав-

⁵⁵⁵ Концентрация промышленных компаний также была весьма неравномерной – в Нижней Австрии в конце XIX века на 100 кв. км было в среднем 16 предприятий, в Чехии – 10,5; в Галиции, Буковине, Далмации и Тироле – всего одно предприятие. Всё ещё много было мелких компаний с низким уровнем технологических инноваций (Шимов Я. Австро-Венгерская империя / Я. Шимов. – М.: Эксмо, 2003. – С. 307).

⁵⁵⁶ «По части рискованности строительных спекуляций Вена далеко ещё опережала Берлин, невзирая на то, что в ней постройки обыкновенно отличались большим вкусом и большею прочностью, чем в Берлине» (Вирт М. История торговых кризисов в Европе и Америке / М. Вирт. – СПб.: Изд-во журнала «Знание», 1877. – С. 367).

стрийские и венгерские ценные бумаги, а перед кризисом «отмечаются и некоторые иностранные бумаги»⁵⁵⁷.

В марте 1872 г., когда игра на повышение была в разгаре, австрийское правительство попыталось обуздать учредительство и выпуск новых бумаг. Почти в каждом номере свежих венских газет можно было найти сообщение о получении одной или двух концессий на учреждение нового банка. Министр внутренних дел не хотел разрешать более одной такой публикации в день, но учредители убедили его разрешить две публикации в день. А в июне крупный французский заём дал новую пищу для спекуляции, и на биржах было приподнятое настроение.

Кризис на Венской бирже

Символом экономических успехов Австро-Венгрии должна была стать V Всемирная выставка в Вене в 1873 г.⁵⁵⁸ Император Франц Иосиф лично контролировал подготовку к выставке – предполагалось, что её посетят 20 млн человек, и это могло бы дать значительную прибыль для государственного бюджета. В выставке участвовало 15 тысяч австрийских компаний, 7 тысяч немецких и 700 американских. Но финансовый кризис, начавшийся 9 мая 1873 года на Венской бирже, – «грюндерский крах», – омрачил работу выставки.

Начало кризиса подтолкнул бум на рынке недвижимости в Австро-Венгрии и Германии, а также огромные размеры необеспеченных кредитов на недвижимость. Перед кризисом цены на недвижимость стремительно росли, и в Австро-Венгрии было создано большое количество акционерных банков, специализировавшихся на ипотечных кредитах; широко использовались ипотечные ценные бумаги. Когда курсы ценных бумаг стали падать, на Венской бирже началась паника. Газеты распространяли слухи о близком крахе крупнейшего банка Credit-Anstalt. Вкладчики стали массово забирать свои деньги и продавать ценные бумаги, что усиливало общую нестабильность. В начале «венского краха» ещё возлагались надежды (хотя и совершенно необоснованные), что откры-

⁵⁵⁷ Нисселович Л. Н. О биржах, биржевых установлениях и мерах ограничения биржевой игры. Обзорение важнейших законодательств сравнительно с русским правом / Л. Н. Нисселович. – СПб.: Тип. А. Е. Ландау, 1879. – С. 125.

⁵⁵⁸ Первые четыре выставки были в Лондоне (в 1851 и 1862 гг.) и в Париже (1855 и 1867 гг.).

тие 1 мая 1873 г. Всемирной выставки в Вене приведёт к активным продажам промышленной продукции и остановит начавшиеся процессы дестабилизации. Но само по себе открытие выставки, конечно же, не смогло затормозить надвигающийся кризис, начавшийся в Австро-Венгрии 5 мая 1873 г. после банкротства банка Credit-Anstalt.

С началом паники на бирже большинство наименований ценных бумаг исчезли из листинга. «Ценные бумаги на бирже неустойчивы до последней степени... Продаётся уйма ценностей, а чего они стоят? И спросу никакого. Курсы всех акций катятся вниз», а «денег нельзя достать ни под какие проценты», потому что «над денежным рынком навис дамоклов меч всеобщего краха»⁵⁵⁹. Курсы акций всех обществ значительно снизились – падение было настолько велико, что обычными стали соотношения курсов 276 к 75, 145 к 65, 313 к 142, 273 к 95, 258 к 52 и т. п. Общие потери на падении курсов акций достигли всего за полтора месяца 300 млн флоринов. Всего же за 1873 год убытки на падении курсов железнодорожных акций составили 105,1 млн гульденов, промышленных акций – 135,8 млн гульденов. Только лишь в Австрии было ликвидировано 112 акционерных компаний с капиталом 262 млн флоринов; общее же количество банкротств достигло 1250. В одной только Вене было более тысячи самоубийств.

В банковской сфере также были большие потери. Только лишь в Австрии ликвидировано 40 банков с капиталом 3000 млн гульденов, 6 страховых компаний (52 млн гульденов), 18 строительных компаний (64,6 млн гульденов)⁵⁶⁰. В начале 1873 г. доходность капитала акционерных банков (в сумме – 160 млн гульденов) составляла 6,2%, и было выплачено 10,5 млн дивидендов. Во время кризиса банки, совокупный капитал которых достиг 190 млн, понесли убытки, достигшие 162 млн гульденов, и совокупный их ка-

⁵⁵⁹ Я. Гашек не уточняет в рассказе, о каком именно кризисе на австро-венгерских биржах идёт речь, но это, в сущности, в данном случае и не важно – все биржевые кризисы были похожи (Гашек Я. Финансовый кризис / Я. Гашек. – http://lib.aldebaran.ru/author/gashek_yaroslav/gashek_yaroslav_finansovyi_krizis/).

⁵⁶⁰ Количество банков и других кредитных организаций сократилось от 131 в конце 1872 года до 102 в 1873 г., 75 в 1884 г. и продолжало постоянно снижаться в последующие годы до 53 в 1879 г. Ещё более заметным было сокращение количества акционерных банков – от 69 в начале 1873 г. до 28 в 1874 г. и 14 в 1879 г. После 1880 года количество банков (в том числе акционерных) снова начало медленно расти (A History of Banking in all the Leading Nations. Vols 1–4. Vol. 4. Germany, Austria-Hungary, Netherlands, Scandinavian Nations, Japan, China. – New York: The Journal of Commerce and Commercial Bulletin, 1896. – P. 131–132).

питал «дал громадный убыток – в среднем до 42%»⁵⁶¹. Чтобы предотвратить полный крах финансовой системы, Ротшильды предоставили Австро-Венгрии крупный заём. В результате кризиса начался период экономического спада, длившегося до середины 1880-х годов, во время которого значительные финансовые ресурсы были перемещены из финансовой в производственную сферу.

Последствия «венского краха» были настолько значительными, что ещё длительное время предприниматели в Австро-Венгрии испытывали недоверие к бирже и рынку ценных бумаг. Кризис заметно затормозил развитие экономики Австро-Венгрии, и после краха Венской биржи возникли проблемы с финансированием строительства так и не оконченной железной дороги в Галиции (к тому же система субподрядных контрактов в этом проекте была весьма сложной и запутанной). Финансирование строительства дороги практически прекратилось, в 1875 г. незаконченную железную дорогу выкупило правительство Австрии за 2,1 млн крон.

В 1874 г. австрийским парламентом был создан специальный комитет для изучения причин, вызвавших кризис 1873 года. Комитетом было поставлено множество вопросов правительству, «ответы на которые составили большой том, изданный в октябре 1874 г.». Вскоре после этого комитет опубликовал свой отчёт, в котором называл основные, по его мнению, причины кризиса 1873 года. Основной из них было «чрезмерное преувеличение силы капитала» без учёта того, где находятся пределы «доходности народа и его способности к сбережениям». Следующей причиной стало «злоупотребление частным кредитом» и «бесчестное пользование этим кредитом для самых отчаянных предприятий», ставшее «естественным следствием чрезмерной спекуляции». Всё это происходило в условиях массового ажиотажа, когда в биржевых сделках участвовало множество лиц, увлечённых спекулятивными операциями, в которые были вложены громадные капиталы. Усиливала нестабильность финансового рынка «система правительственных концессий акционерным обществам», приводившая к учреждению спекулятивных банков, производивших всевозможные операции, «не имея на то необходимого капитала». Ускорили начало кризиса и «неосновательные надежды, возлагавшиеся в 1871 году на последствия... прилива в Германию французских миллиардов, и не-

⁵⁶¹ О новой системе статистики доходности акционерных товариществ // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1901. – № 47. – С. 359.

сбывшиеся ожидания, возбуждённые проектом всемирной выставки в Вене»⁵⁶².

Среди причин, подтолкнувших приближение кризиса, был и обычный в такие периоды рекламный ажиотаж в венской биржевой прессе – ажиотаж, во многом искусственно раздуваемый за счёт заказных публикаций. «Продажность печати не только подготовила, но и создала венский кризис», а «продажная пресса» дала возможность «путём дерзкого обмана» завлечь доверчивых инвесторов в рискованные операции, раскручиваемые «гениальными талантами» – опытными биржевыми игроками. «Прискорбные злоупотребления печати... бесспорно, составляют постыднейший из видов публичной продажности... позорное пятно нашего времени»⁵⁶³.

«Венский крах явился только беспощадным обличителем учредительных спекуляций» и главная «заслуга краха именно в том и заключается, что во всех правительственных сферах Европы и Америки» сформировалось, наконец, понимание «необходимости строгих законодательных мер для ограждения имущественных интересов акционеров от произвола правлений и фиктивных собраний»⁵⁶⁴.

Дестабилизация рынка ценных бумаг в Австро-Венгрии и «венский крах» были вызваны теми же объективными причинами, что и в Германии – слишком быстрым экономическим развитием страны при недостаточном уровне сформированности финансовой системы, спекулятивным акционерным бумом и большим количеством легкодоступных и необеспеченных кредитов. В результате кризиса правительством Австро-Венгрии были введены ограничения на операции с ценными бумагами, а развитие акционерных компаний и рынков акций затормозилось до начала XX века.

⁵⁶² Причины кризиса 1873 года в Австрии // Финансовое обозрение. – 1875. – № 15. – С. 322.

⁵⁶³ Финансы, торговля, промышленность // Финансовое обозрение. – 1875. – № 21. – С. 463.

⁵⁶⁴ «Все конгрессы экономистов, вся экономическая пресса категорически высказывалась и высказывается, что главная причина существующего зла кроется в злоупотреблениях правлений». Однако «новейшее изобретение по облегчению организации фиктивных собраний... наём акций для получения права голоса» подтверждает, что все разоблачения злоупотреблений в акционерных обществах «не особенно устрашают спекулянтов», которые продолжают совершенствовать свои изобретения «так же спокойно, как и прежде» (Финансы, торговля, промышленность // Финансовое обозрение. – 1875. – № 24. – С. 517).

Международный кризис 1873 г. и «первая Великая депрессия»

Кризис 1873 года стал, вероятно, самым драматичным в XIX веке. Во время общего подъёма 1860-х годов инвесторы из Великобритании и континентальной Европы вновь занялись крупномасштабными спекуляциями с акциями многочисленных железных дорог, массово строившихся в США, Латинской Америке и других регионах мира. В дополнение к этому огромная сумма репараций, выплаченных после франко-прусской войны Францией Германии, вызвала ажиотаж на германском и австрийском рынках недвижимости. Когда спекулятивный пузырь в Австрии и Германии лопнул, началось падение на рынках ценных бумаг в Вене, Берлине и Амстердаме. Через некоторое время это отразилось в США, где в самом разгаре был бум вокруг ценных бумаг железных дорог. После паники на Уолл-стрит в сентябре 1873 г. возникла вторая волна кризиса, накрывшая не успевшую восстановиться Европу. Большая часть мира погрузилась в длительную экономическую депрессию.

«Венский крах»

Начались события 1873 года в Вене. Объединение Австрии и Венгрии в 1869 г. значительно усилило учредительский и биржевой подъём 1860-х годов. По сравнению с другими странами, в Австрии этот бум был наиболее спекулятивным и оторванным от реальных потребностей экономики. Рынок переполняло огромное количество ценных бумаг новых промышленных компаний и банков (с 1869 по 1870 г. одних только железнодорожных акций было выпущено на 43,7 млн флоринов). Кроме железнодорожных компаний, ценные бумаги выпускали новые акционерные банки и промышленные предприятия⁵⁶⁵.

До начала 1870-х годов в котировках Венской биржи были преимущественно австрийские и венгерские ценные бумаги, а пе-

⁵⁶⁵ За 6–8 месяцев 1869 года на рынке появились акции 38 новых компаний на сумму 97,8 млн флоринов. В 1870 г. 37 новых компаний выпустило акций на сумму 193,03 млн фл. А в 1871 г. были выпущены бумаги 261 компании на общую сумму 1108 млн фл. (из них на 40 млн фл. облигации одного государственного займа, на 14,8 млн облигации семи городских займов, а также акции – 87 банков на 420,96 млн фл., 35 железнодорожных предприятий на 251,11 млн фл., 131 промышленного предприятия на 381,14 млн фл. (Вирт М. История торговых кризисов в Европе и Америке / М. Вирт. – СПб.: Изд-во журнала «Знание», 1877. – С. 354–355).

ред кризисом появились иностранные бумаги. Венская биржа до кризиса 1873 года «занимала передовое положение между европейскими биржами», однако спустя несколько лет она «утратила последние признаки своей самостоятельности». Министерство финансов Австрии считало чрезмерное увлечение Венской биржи спекулятивными операциями «фактором неблагоприятного влияния на внешний государственный кредит Австрии»⁵⁶⁶.

В 1870–1873 гг. в Австрии было учреждено 528 акционерных компаний, выпустивших ценных бумаг на 2,5 млрд флоринов, хотя в биржевых операциях давно уже наметилась тенденция снижения количества реальных покупок и продаж ценных бумаг. Так, 7 ноября 1857 года на Венской бирже было 90 тыс. сделок на 2 млн акций стоимостью 452 млн флоринов, но лишь около 8% этих сделок предполагали фактическую продажу ценных бумаг, а все остальные были связаны с выплатой разницы курсов⁵⁶⁷.

С 1870 г. основное направление грюндерского бума было связано уже не с железнодорожными акционерными обществами, а с банками и строительными компаниями, часто создававшимися только лишь с целью получения прибыли от продажи акций. В начале 1870-х годов мода на создание новых банков была настолько сильна, что даже строительные компании формально преобразовывали в банки, и когда начался кризис на Венской бирже, их накрыла волна банкротств.

Количество земельных участков в Вене, бывших объектом бурной спекуляции, достигло такого количества, что для их застройки потребовалось бы несколько десятилетий, а цены на землю, дома и квартиры выросли до небывалой высоты. Во многих случаях строительные компании даже не пытались застраивать приобретённые участки, а занимались спекулятивными операциями по их перепродаже, при этом нередко перепродавали земельные участки вновь создаваемым банкам и получали спекулятивную прибыль гораздо быстрее, чем в случае их застройки.

В 1872 году учредительская горячка в Вене достигла такого размера, а участие доверчивой публики в спекуляции ценными бумагами на бирже – такого масштаба, что нетрудно было предвидеть приближение краха. Ажиотаж на бирже продолжался даже после того, когда в промышленности и торговле уже начался яв-

⁵⁶⁶ Финансовый и экономический обзор. 10 января // Финансовое обозрение. – 1876. – № 2. – С. 16.

⁵⁶⁷ Neuwirth J. Bankacte Und Bankstreit In Oesterreich-Ungarn, 1862–1873 (1873) / J. Neuwirth. – Wien: Kessinger Publishing's (Photocopy Edition), 2010. – S. 18–19, 66–67.

ный спад. «Австрийские банкиры и акционерные банки, не располагая собственными капиталами и не находя их избытка в самой Австрии», в своих операциях не могли проявить себя иначе «как в качестве искусного комиссионера иностранных денежных бирж, и... возлагая на Венскую биржу риск инициативы, не могли сказать ничего... полезного». Более того, они лишь дали возможность воспользоваться этими проектами «коноводам финансовых спекуляций для достижения своих личных корыстных целей»⁵⁶⁸.

Однако, поскольку раздувание спекулятивного пузыря – явление не только экономическое, но и психологическое, трудно точно определить момент наступления краха. На Венской бирже он наступил 9 мая, в «чёрную пятницу». «Биржевая спекуляция достигла апогея своего развития в самое последнее время и особенно ярким её примером стал Венский крах в 1873 году, который обязан своим происхождением.... отчаянной биржевой спекуляции... имевший отголосок не только в Европе, но и в Америке»⁵⁶⁹. «За 24 часа акции обесценились на сотни миллионов... даже с первоклассными... ценными бумагами никакие сделки не совершались»⁵⁷⁰. «В дни 8 и 9 мая Венская биржа буквально обезумела от страха. Бурные сцены, которые там разыгрывались, имели почти революционный характер; никакое описание не может дать понятие о взрыве бешенства, которому предавались пострадавшие. Громадное большинство всех бумаг, котируемых на Венской бирже, в эти два дня быстро, неудержимо утрачивало всякую ценность. Всякие биржевые сделки абсолютно прекратились. Царил полнейший хаос»⁵⁷¹. За первый день краха, 8 мая, приостановили платежи 150 компаний, за второй день – ещё 120 компаний⁵⁷². За несколько дней обанкротилось более 300 компаний. Кредит был полностью парализован, и операции производились только за наличные⁵⁷³.

⁵⁶⁸ Финансовый и экономический обзор. 10 января // Финансовое обозрение. – 1876. – № 3. – С. 33.

⁵⁶⁹ Нисселович Л. Н. О биржах, биржевых установлениях и мерах ограничения биржевой игры. Обзорение важнейших законодательств сравнительно с русским правом / Л. Н. Нисселович. – СПб.: Тип. А. Е. Ландау, 1879. – С. XV.

⁵⁷⁰ Schaffle E. F. Gesammelte Aufsätze / E. F. Schaffle. – Tübingen: Laupp, 1885. – S. 109.

⁵⁷¹ Вирт М. История торговых кризисов в Европе и Америке / М. Вирт. – СПб.: Изд-во журнала «Знание», 1877. – С. 403.

⁵⁷² Silke P. Die Gründerkrise von 1873 und ihre Auswirkungen / P. Silke. – München: GRIN Verlag, 2008. – S. 9.

⁵⁷³ Vienna's Fair // The New York Times. – 1873. – May 25. Vienna // The New York Times. – 1873. – May 28.

С 31 марта по 28 ноября 1873 года падение курсов акций составило: для строительных компаний – 74%, банков – 58%, промышленных предприятий – 49%, транспортных (преимущественно железнодорожных) компаний – 20%. Пострадали в первую очередь мелкие акционерные общества. Обанкротилось 22 банка, а 17 были на грани краха. Для ликвидации последствий венского кризиса 18 декабря 1873 г. был выпущен венгерский облигационный заём на 76 млн фл. Прибыльность облигаций была высокой – 9,5%, и заём был успешно размещён на европейских биржах⁵⁷⁴.

Влияние «венского краха» достигло своего максимума в 1874 г., и тогда же отмечался наибольший рост количества самоубийств. В 1872 г. насчитывался 141 случай, в 1873 г. их было уже 153, в 1874 г. – 216. Их количество увеличилось на 51% по отношению к 1872 г. и на 41% по отношению к 1873 г. То, что это увеличение «единственной своей причиной имело экономическую катастрофу, доказывается тем, что особенно высоко оно было в самый острый момент кризиса, а именно в течение первых 4 месяцев 1874 г.»⁵⁷⁵.

В конце ноября 1874 года корреспондент петербургского «Финансового обозрения» сообщал из Вены, что, несмотря на прошедшее после кризиса 1873 года время, говорить о каком-либо улучшении нет оснований. «С приближением к концу года невольно задаёшься вопросами... насколько поправились обстоятельства со времени последнего, всем ещё так памятного кризиса». В Австро-Венгрии за истёкший год все отрасли «влачат жалкое существование», используя любые пути и средства, чтобы «дать своим акционерам хоть какой-нибудь дивиденд на капиталы, нередко даже и не существующие». Необычайно распространилось «спекулирование бумагами за свой собственный счёт... в самых широких размерах», от чего «многие из банков называют Parasitbanken». И хотя «новый закон о биржах в Австрии и обсуждаемый закон об акционерных обществах... служат предметом горячих споров» между предпринимателями и биржевиками, если подвести итог происхо-

⁵⁷⁴ Общие убытки от падения курсов ценных бумаг на Венской бирже составили: по акциям железнодорожных компаний (4,9 млн акций на сумму 938,9 млн флоринов) – 105,9 млн фл. потерь; по акциям промышленных предприятий (на общую сумму 213,3 млн фл.) – 135,8 млн фл. потерь; по банковским акциям (3,3 млн акций на сумму 510,9 млн фл.) – 366,7 млн фл.

⁵⁷⁵ С 1 января по 30 апреля 1871 г. зарегистрировано 48 самоубийств, в 1872 г. – 44 и в 1873 г. – 43; в 1874 г. их насчитывалось за тот же период 73 – на 70% больше (Дюркгейм Э. Самоубийство: Социологический этюд / Э. Дюркгейм. – М.: Мысль, 1994. – http://www.gumer.info/bibliotek_Buks/Sociolog/Durkheim/index.php).

дившим в Вене событиям, то, «смотря на всё даже самым оптимистическим взглядом», результат будет неутешительным»⁵⁷⁶.

Вследствие кризиса к концу 1876 г. в Австрии дефицит бюджета достиг 28,9 млн гульденов, и для его покрытия было решено выпустить 4% «золотые ренты» – государственные облигации внешнего займа⁵⁷⁷.

«Грюндерский крах» в Германии

События в Вене подтолкнули начало биржевого кризиса в Германии. Признаки приближения кризиса отмечались с начала 1873 г. – усилились трудности сбыта на товарных рынках, увеличилось количество банкротств. А когда в апреле 1873 г. Берлина достигли слухи о возможном крахе крупнейшего венского банка Wiener Kreditanstalt, курсы ценных бумаг на Берлинской бирже стали нестабильными.

Немецкие грюндеры до последнего момента считали, что это австрийские проблемы, не связанные с Германией, хотя на деле экономические системы двух государств с формирующимися рынками были тесно связаны. К тому же решение использовать репарационные средства для введения золотого стандарта и выпуска новой денежной единицы – рейхсмарки – вызвало дестабилизацию всей финансовой системы.

В мае под влиянием венского краха началось снижение курсов ценных бумаг на всех немецких биржах, и к 18 июня курсовые потери достигли 400 млн марок. «Два месяца продолжались банкротства, гибли не только железнодорожные, банковские и строительные общества, но и крупные промышленные предприятия»⁵⁷⁸.

Казалось, ещё недавно удача во всём сопутствовала Германии, и заветная цель – обогнать Англию, основного конкурента, – была так близка. Но внезапно удача отвернулась – курс акций катастрофически падал, производство сокращалось, и никто не хотел ни во что вкладывать деньги. В Берлине пустовали десятки тысяч квартир, и всеобщая паника овладела обществом. «Банкрот! Это было хуже смерти. Это было смятение, бедствие, катастрофа, по-

⁵⁷⁶ Вена, 30 ноября 1874 года. Корреспонденция «Финансового обозрения» // Финансовое обозрение. – 1874. – № 50. – С. 502.

⁵⁷⁷ Germany and Austria / The Economist. – 1876. Dec. 9. – P. 1433.

⁵⁷⁸ Wirth M. Geschichte der Handelskrisen / M. Wirth. – Berlin: Ayer Publishing, 1890. – S. 539, 569.

зор, стыд, отчаяние и нищета!» – написал о том времени Томас Манн в романе «Будденброки»⁵⁷⁹. Возросло и количество самоубийств. Так, во Франкфурте-на-Майне в начале 1870-х годов в среднем отмечалось 22 самоубийства в год, в 1874 г. их было уже 32 – на 45% больше⁵⁸⁰.

Больше всего снизились цены на акции кредитных обществ, а банкротства преобладали среди банковских учреждений – из 95 недавно созданных банков, акции которых появились на Берлинской бирже в 1871–1873 гг., к 1875 году около 40 обанкротились⁵⁸¹. «Плачевный исход имели учредительская и биржевая спекуляция в Германии в 1871–1873 годах... публика потеряла в течение этих роковых трёх лет, по одним только курсовым разностям в ценах на акции, находившиеся тогда в обращении на Берлинской бирже, до 700 млн талеров». Поскольку в котировки были введены бумаги не более половины новых предприятий, а бумаги остальных недавно созданных компаний обращались на внебиржевом рынке, то «в действительности публика потеряла вдвое больше... 1500 млн талеров, сумму, далеко превышающую контрибуцию, полученную Германией от Франции»⁵⁸².

Падение курсов акций принесло огромные убытки основной массе мелких рантье: «сколько... горя и слёз связаны с этими... потерями»⁵⁸³ – отмечал современник этих событий, немецкий экономист Вильгельм Эхельгейзер. Но биржевые спекулянты извлекли из этого немалую прибыль, так как смогли дешево купить большие пакеты ценных бумаг, курсы которых со временем значительно выросли. Следствием кризиса стал спад промышленного производства, приведший к росту безработицы⁵⁸⁴.

Несмотря на длительное влияние последствий кризиса, в дальнейшем операции с внутренними и иностранными ценными бумагами на Берлинской бирже начали восстанавливать былой объём после создания 14 марта 1875 г. Рейхсбанка для стабилиза-

⁵⁷⁹ Манн Т. Будденброки / Т. Манн. – www.erlib.com/Томас_Манн/Будденброки/15/.

⁵⁸⁰ Дюркгейм Э. Самоубийство: Социологический этюд / Э. Дюркгейм. – М.: Мысль, 1994. – http://www.gumer.info/bibliotek_Buks/Sociolog/Durkgeim/index.php.

⁵⁸¹ Oechelhaeuser W. Die wirtschaftliche Krisis / W. Oechelhaeuser. – Berlin: J. Springer, 1876. – S. 40.

⁵⁸² Нисселевич Л. Н. О биржах, биржевых установлениях и мерах ограничения биржевой игры. Обзорение важнейших законодательств сравнительно с русским правом / Л. Н. Нисселевич. – СПб.: Тип. А. Е. Ландау, 1879. – С. XV.

⁵⁸³ Oechelhaeuser W. Die wirtschaftliche Krisis / W. Oechelhaeuser. – Berlin: J. Springer, 1876. – S. 51.

⁵⁸⁴ Labor Crisis in Germany // The New York Times. – 1874. – August 25.

ции немецкой финансовой системы⁵⁸⁵. К концу 1875 года кризис в Германии миновал и появились признаки оживления в промышленности и торговле⁵⁸⁶. Стабилизации немецкой экономики помогли выпуски государственных облигаций внешних займов, обращавшихся преимущественно на Парижской бирже и, в меньшей степени, на Лондонской⁵⁸⁷.

Сентябрьский кризис в США

В США признаки приближения кризиса отмечались ещё в 1872 г. За счёт железнодорожного бума конца 1860 – начала 1870-х годов там быстрее, чем в других странах созрела предкризисная ситуация. Этот бум стал одной из важнейших причин кризиса 1873 г. в американской экономике – в 1870–1872 гг. темпы роста железнодорожной сети были максимальными, и в год сдавалось в эксплуатацию по 10 000 км железных дорог. Однако предкризисный пик активности железнодорожных акционерных компаний миновал в 1871 г., после чего в 1872 г. курсы железнодорожных акций стали постепенно снижаться; на 39% возросло количество банкротств.

Динамика роста учётной ставки в Нью-Йорке (увеличившейся с 4,7% в июле до 9,8% в декабре 1871 года) также была характерной для предкризисного состояния. После снижения ставки до 6% в июне 1872 г., к ноябрю она снова возросла до 9–10%. Кризис в США стал закономерным следствием железнодорожного бума, однако условия для начала кризиса созрели там лишь к сентябрю 1873 г. – позже, чем в Австрии и Германии.

⁵⁸⁵ Банк был основан по образцу Банка Англии, однако в его работе особое внимание уделялось государственному регулированию (президентом банка официально был назначен первый рейхсканцлер Германской империи Отто фон Бисмарк), что соответствовало общим тенденциям развития финансового рынка в Германии.

⁵⁸⁶ The Aspirations of Germany // The New York Times. – 1875. – December 8.

⁵⁸⁷ Это были выпуски 4% прусских облигаций 1877 г. на 251 млн марок, прусских 4% консолей 1877–1878 гг. на 1159 млн марок, баденских 4% облигаций 1875 и 1878 гг. на 30 и 92 млн марок, баварских 4% облигаций 1875 и 1879 гг. на 15 и 38 млн марок, саксонских 3% облигаций 1876 года на 342 млн марок, вюртембергских 4% облигаций 1881 г. на 166 млн марок. Хотя эти облигации были выпущены в самой Германии, а не на французском рынке ценных бумаг, и были номинированы в немецкий национальной валюте, они неплохо котировались на Парижской бирже (Flandreau M. Old sins: Exchange Clauses and European Foreign Lending in 19th Century / M. Flandreau, N. Sussmann. – 2002. – P. 15. – <http://www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubS-154.pdf>).

Майские события в Австрии и Германии повлияли на США с некоторым опозданием. Связь американского кризиса в сентябре 1873 г. с майским крахом в Австрии и Германии определялась поведением многочисленных немецких инвесторов, вкладывавших свои капиталы в ценные бумаги американских железных дорог. Поскольку в Австрии и Германии было распродано много американских ценных бумаг (почти на 100 млн долл.), и после краха цены на них значительно упали, это не могло не повлиять на рынок ценных бумаг США. С началом кризиса в Германии инвесторы начали массово избавляться от этих бумаг, а появление на рынке их большого количества привело к падению цен на американские железнодорожные акции и облигации. На американских биржах начали снижаться курсы акций и облигаций железных дорог. А так как большая часть железнодорожного строительства финансировалась за счёт банковских кредитов под залог железнодорожных облигаций, американский рынок оказался переполненным этими облигациями, которые уже никто не хотел покупать.

Дестабилизация рынка ценных бумаг США произошла в сентябре 1873 года – с 18 по 20 сентября длилась наибольшая биржевая паника и обанкротилось несколько банков, финансировавших железнодорожное строительство⁵⁸⁸. Непосредственной причиной событий сентября 1873 года стали неудачные спекулятивные операции банковской компании Jay Cooke and Company, принадлежавшей знаменитому финансисту Джею Куку, разбогатевшему на участии в финансировании Гражданской войны в США. Это был крупнейший банкирский дом, связанный с правительством и казначейством, и он финансировал постройку Северной Тихоокеанской железной дороги (Northern Pacific Railroad).

Для завершения строительства уже начатых железнодорожных линий в начале января 1873 г. Jay Cooke and Company, обеспечивавшая финансовыми ресурсами исполнявшие работы железнодорожные компании, образовала синдикат с целью выпуска нового железнодорожного займа на 300 млн долл. Хотя в синдикате участвовали Ротшильды, заём оказался неудачным – удалось разместить облигаций только на 100 млн, так как в условиях кризиса европейские биржи были переполнены американскими ценными бумагами.

Jay Cooke and Company вышла из сложившегося положения и получила краткосрочные кредиты от банков под залог ценных бу-

⁵⁸⁸ Подробнее см.: Mixon S. The Crisis of 1873: Perspectives from Multiple Asset Classes / S. Mixon. – 2007. – http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=761964.

маг, профинансировав компании, непосредственно строившие железные дороги. Однако эти компании не смогли своевременно вернуть долги, что привело к банкротствам нескольких банков (первым из них был New York Warehouse and Security Company). Затем начались банкротства железнодорожных компаний, а вслед за ними приостановила платежи и Jay Cooke and Company.

На следующий день после банкротства Jay Cooke & Co, одного из крупнейших в США, закрылась брокерская фирма Fick & Hatch, 20 сентября прекратила работу трастовая компания National Trust. Начались набеги вкладчиков на банки, в том числе на Fourth National (с депозитами на 17 млн долларов), National Bank of Commonwealth (депозиты на 1,7 млн долларов) и др. За первые три дня паники общий объём снятых депозитов достиг 30 млн долларов.

В условиях всеобщей паники и массового изъятия вкладов из банков биржа была дезорганизована. Впервые в истории Нью-Йоркской биржи пришлось приостановить её работу на 10 дней, что привело к новой волне банкротств, охватившей 5000 промышленных и торговых компаний, а также 57 брокерских фирм⁵⁸⁹. Учётная ставка выросла с 6,5% в июле до 12,5% в сентябре, и даже до 17% в октябре, но получить кредит на таких условиях было практически невозможно – реальная стоимость кредита достигала 72% в год. Наступил почти полный коллапс финансовой системы, ставший для американского рынка ценных бумаг громом среди ясного неба.

Во время банковской паники в США в сентябре 1873 г. платежи прекратил в общей сложности 101 банк (из них 37 – в Нью-Йорке, основном финансовом центре). Из этих банков 59% были частными, 16% национальными, 11% – государственными, 7% – сберегательными, 4% – инвестиционные трасты, 4% – банки других типов. Объём операций на рынке акций с августа по сентябрь 1873 г. снизился на 8,8%; с августа по ноябрь – на 19,8%⁵⁹⁰.

Бурная стадия кризиса длилась около 40 дней, и к концу года обстановка на бирже стабилизировалась. Однако в промышленности и торговле кризис продолжался до 1877 года⁵⁹¹. В металлургии

⁵⁸⁹ The Financial Crisis // The New York Times. – 1873. – September 24. Financial Systems // The New York Times. – 1873. – November 22. Lee J. New York and the Panic of 1873 / J. Lee // The New York Times. – 2008. – October 14. – <http://cityroom.blogs.nytimes.com/2008/10/14/learning-lessons-from-the-panic-of-1873/>.

⁵⁹⁰ Wicker E. Banking Panics of the Gilded Age / E. Wicker. – Cambridge: Cambridge University Press, 2000. – P. 18, 26–27.

⁵⁹¹ Курс промышленных акций снизился со средней цены 60 долларов в 1872 г. до 36 в 1877 г.; железнодорожных акций – со 117 в 1872 г. до 51 в 1877 г.; количество

ческой промышленности было остановлено 50% доменных печей, ранее работавших в основном для нужд железных дорог. Уровень безработицы достиг 14%, в Нью-Йорке в 1873–1874 гг. происходили массовые демонстрации безработных. В сельском хозяйстве цены снизились на 30% по сравнению с 1870 г. и начался период застоя. За время кризиса общая сумма убытков достигла 225 миллионов долларов и начался период экономического спада, длившийся в США шесть лет⁵⁹².

Вялое протекание кризиса в Англии

В Англии не было объективных предпосылок для очередного массового спекулятивного бума – железные дороги начали строиться давно, и британская «транспортная революция» осталась позади. Поэтому в Англии кризис 1873 года был не настолько острым, как в других странах, хотя весь год отмечалась нестабильность финансового рынка.

Однако британский финансовый рынок был переполнен свободными капиталами, свидетельством чего являются необычайно низкие уровни учётной ставки – с 10% в 1866 г. она снизилась до 1,7% в 1868 г., а временами падала ещё ниже. Эти свободные капиталы инвестировались в основном в экономику США. И хотя Англии удалось избежать промышленного кризиса, в течение следующих лет английская промышленность была в угнетённом состоянии – товарные цены снизились, в торговле отмечался застой, объёмы производства сокращались.

В мае 1873 г. после начала кризиса в Вене, а затем в Берлине, учётная ставка в Лондоне поднялась от обычных 3,5% до 7%, летом опустилась до 4%, а после сентябрьского кризиса в США сно-

банкротств возросло с 4,1 тыс. в 1872 г. до 8,9 тыс. в 1877 г. В 1877 г. курсы акций достигли низшей своей точки – промышленные бумаги обесценились на 40%, железнодорожные – почти в 2,5 раза. И только в 1878 г. количество банкротств в США начало уменьшаться, приближаясь к докризисному периоду. Всего же за 1873–1878 гг. обанкротилось 47 тыс. коммерческих банков, а убытки составили 1,2 млрд долл. (для сравнения – с 1866 по 1872 г. обанкротилось 19,7 тыс. банков с убытками в 0,53 млрд долл.) (Мендельсон Л. А. Теория и история экономических кризисов и циклов. В 3 т. Т. 2 / Л. А. Мендельсон. – М.: Изд-во социально-экон. лит-ры, 1960. – С. 66).

⁵⁹² Оживление в американской экономике началось в 1879 г. вместе с очередным железнодорожным бумом. За три года, с 1880 по 1882 г., было построено 28 240 миль новых железных дорог, но в 1884 году в США произошёл очередной крах на рынке железнодорожных ценных бумаг, хотя и более слабый, чем кризис 1873 г.

ва начала подниматься и достигла в ноябре 9%, что для Англии было верным показателем дестабилизации финансового рынка (более высокой – 10%, ставка была до того лишь два раза: во время биржевой паники в 1857 и в 1866 гг.). На практике же за получение крупных кредитов в 1873 г. платили ещё больше – до 12%. Курсы ценных бумаг, особенно иностранных, были неустойчивыми на Лондонской бирже весь 1873 год, особенно в ноябре⁵⁹³.

Так в Англии после достижения максимального подъёма в железнодорожном строительстве, металлургии и лёгкой промышленности, пик которого был пройден в 1872 г., начался спад, продолжавшийся семь лет, в течение которых нарастала безработица. К 1878 году обанкротились многие наиболее значительные металлургические и угольные компании, основанные в 1871–1873 гг.; отмечалось снижение объёмов железнодорожного строительства.

Количество учреждаемых в Англии акционерных компаний уменьшилось со 123 в 1873 г. до 89 в 1878 г. Темпы учредительства начали снова расти только через десять лет после кризиса 1873 г., после чего последовал новый спад в 1885 г. Количество банкротств, максимальное во время кризисов, в Англии росло постепенно, их наибольший уровень (1313) был в 1879 г., что говорит о том, что в Англии кризис 1873 года не имел не только резкого характера, но и чётких временных границ.

Англия была вовлечена в кризисные процессы с 1873 года, но поскольку промышленный и акционерный подъём начала 1870-х годов в более старой и уже в целом сформировавшейся английской промышленности был далеко не таким бурным, как в Германии, внутренние предпосылки кризиса в английской экономике сложились не полностью. Поэтому в Лондоне не было финансового краха, сопоставимого с событиями в Берлине или Вене.

Кризис во Франции

Менее всего в акционерном буме перед кризисом участвовала Франция, доля которой в общемировом производстве постепенно снижалась. Экономический подъём начала 1870-х был слабо выражен но, поскольку Франция была одним из ключевых участников мировой финансовой системы, тесно связанным кредитными от-

⁵⁹³ Money Market // The Times. – 1873. – 11 November; Money Market and City Intelligence // The Times. – 1873. – 21 November.

ношениями с другими участниками, кризис в Германии, Австрии и США не мог не оказать на неё влияния.

Особенно заметной дестабилизация финансового рынка во Франции была осенью 1873 года после кризиса в США – учётная ставка Банка Франции повысилась до 7% и отмечалась «почти полная приостановка сделок», кроме связанных «с предметами первой необходимости». «В делах полнейший застой... налицо очень тягостный кризис»⁵⁹⁴. По сообщениям из Парижа, в марте 1874 г. на бирже на фоне снижения интереса к акциям начал повышаться спрос на более надёжные в понимании инвесторов государственные облигации, демонстрировавшие небольшой рост⁵⁹⁵.

Более всего кризис во Франции проявился в текстильной промышленности, ориентированной на экспорт, после чего до 1879 г. во Французской экономике был период спада.

Вторая кризисная волна

После осеннего кризиса в США, когда обанкротилась четверть всех американских железных дорог, вторая волна паники охватила европейских инвесторов в Англии и Франции, вложивших капиталы в ценные бумаги американских железных дорог. Убытки от падения курсов этих ценных бумаг доходили до 600 млн долл. В начале октября эта волна паники достигла Берлинской биржи, а в конце октября и ноября – Венской⁵⁹⁶.

К концу 1873 года на мировых рынках ценных бумаг образовался переизбыток не имеющих в условиях кризиса спроса государственных облигаций – французских на 70 млн фунтов, египетских на 30 млн, турецких на 21 млн, испанских на 20 млн, россий-

⁵⁹⁴ L'Economiste Francais. – 1873. – 8. XI. – P. 832, L'Economiste Francais. – 1874. – 31. I. – P. 128.

⁵⁹⁵ Из государственных облигаций на Парижской бирже в это время котировались итальянские бумаги (курс 61,5–62,3 франков), турецкие (40,14–41,0 фр.), российские (98,2–99,5), перуанские (60,4–60,5 фр.). Больше всего было американских облигаций (15 различных займов, средняя цена 107 франков). Из негосударственных облигаций спросом пользовались бумаги французских банков, цена которых в марте 1874 г. постепенно росла – Bank of France (3880–3930 фр.), Comptoir d'Escompte (532,5–550 фр.), Credit Foncier (802,5–895 фр.), Credit Mobilier (280–285 фр.), Societe Generale (515–516 фр.), Banque de Paris (1052,5–1062 фр.), а также облигации французских железных дорог – Северной, Западной, Восточной, Орлеанской, Парижско-Средиземноморской (France // The Economist. – 1874. – March 7. – P. 291–292).

⁵⁹⁶ Germany. A Crisis Apprehend on the Berlin Bourse // The New York Times. – 1873. – October 2. Affairs in Austria // The New York Times. – 1873. – October 27.

ских на 12 млн, австро-венгерских на 10 млн, итальянских на 10 млн, перуанских на 7 млн.

Отголоски второй волны кризиса достигли Турции, Греции, Туниса, Гондураса и Парагвая. Распространение влияния кризиса 1873 г. на биржах разных стран мира было более быстрым и масштабным, чем когда-либо: начиналось время «британской глобализации» конца XIX – начала XX века, и мировые рынки становились всё более связанными между собой.

Особенности кризиса 1873 года

Кризис 1873 г. был одним из самых длительных и глубоких за всю предыдущую историю. Начавшись как биржевой кризис в Австро-Венгрии и Германии, он вскоре стал международным финансовым кризисом, а потом охватил все отрасли промышленности и торговли. Из Австро-Венгрии и Германии кризис распространился в Италию, затем в Америку, Англию и Францию, докатившись затем до скандинавских стран и России.

Из других стран, затронутых международным кризисом, можно назвать Аргентину, Бельгию, Голландию, Данию, Италию, Португалию, Швецию, Бразилию, Мексику, Перу, Эквадор, Чили, Турцию, Египет, а также Японию. Проявлялся кризис в этих странах неравномерно, но по географическим масштабам охвата это был первый действительно международный кризис.

Влияние кризиса ощущалось даже в таких отдалённых регионах мировой экономической системы, как Египет и Южная Америка. В Александрии во время кризиса 25 египетских компаний приостановили платежи, хотя и не на долгое время. В Аргентине (особенно в Буэнос-Айресе) накануне кризиса был период активной спекуляции земельными участками, цены на которые выросли в 30–40 раз. Значительным был и бум на рынке акций аргентинских железных дорог. Всё это привело к многочисленным банкротствам в 1873 году.

Кризис 1873 года имел свои специфические особенности. Если «очаг» предыдущих кризисов был в Англии (и они были связаны прежде всего с текстильной промышленностью), то предпосылки возникновения кризиса 1873 г. сформировались в развивающихся странах того времени – США и Германии.

Кроме общей для всех кризисов причины – перепроизводства товаров и финансовых ресурсов, кризис 1873 г. подтолкнула вы-

плата Францией Германии огромной контрибуции, что привело к чрезвычайному переполнению немецкого финансового рынка свободными капиталами, значительная часть которых инвестировалась в Австро-Венгрии, создав и там переизбыток свободных финансовых ресурсов. Это привело к грандиозному акционерному ажиотажу – грюндерскому буму не только в Германии, но и в Австро-Венгрии.

Если сравнить акционерное учредительство в разных странах по объёму выпуска акций, то в 1869–1873 гг. на первом месте были США, где акционерные общества (точное количество которых трудно определить) выпустили акций на 3,8 млрд франков; затем Англия (4241 общество, выпустившие акций на 3,3 млрд франков), Германия (928 обществ, эмиссия на 2,1 млрд), Австро-Венгрия (642 общества, эмиссия на 1,2 млрд), Россия (301 общество, эмиссия на 0,8 млрд), Франция (1170 обществ, эмиссия на 0,4 млрд). Из стран-эмитентов ценных бумаг с развивающейся экономикой можно упомянуть также Турцию, выпустившую в этот период акций железнодорожных и промышленных предприятий на 667,3 млн франков. Всего же в 1871–1872 гг. стоимость ценных бумаг, обращавшихся на рынках разных стран, достигала 28,2 млрд франков.

Во многих, хотя и не во всех странах отмечалось две волны кризиса с различным интервалом, длительность которого определялась сформированностью внутренних предпосылок кризиса. Последовавший период экономического спада был наиболее длительным в XIX веке и его называли «Великой депрессией», ставшей драматическим последствием прогресса, о котором так много говорили в те годы.

Этот спад был сопоставим по масштабам с «Великой депрессией» 1930-х годов. Так, кризис 1873 года и последовавшая за ним депрессия привели к тому, что маятник истории качнулся в сторону усиления роли государства и «периоду коллективизма», подобно тому, как это было затем в 1930-е годы. Были установлены импортные тарифы и введены программы социального страхования.

Обычно причиной спада производства после кризиса называют сокращение денежной массы, что привело к возобновлению обращения золота и серебра в 1879 г. Однако всё чаще высказывается мнение, что представление о «Великой депрессии» 1870-х годов возникло на основании факта падения цен и было сильно преувеличено. В 1869–1879 гг. ВВП США рос (в неизменных ценах) на 6,8% в год, ВВП на душу населения – на 4,5% в год. Объём денежной массы увеличивался в США на 2,7% в год, поэтому мнение о

сокращении денежной массы не соответствует действительности и правильнее будет говорить не о депрессии, а о замедлении экономического роста в США, Англии и других странах⁵⁹⁷.

Основной причиной этого (как и всех остальных) кризиса стало перепроизводство товаров и финансовых ресурсов. А по таким особенностям кризиса 1873 года, как образование сложных финансовых пирамид и бум на рынке недвижимости в Австро-Венгрии и Германии, его можно отчасти сравнивать с кризисом 2008–2009 гг.

Российский рынок ценных бумаг: время реформ⁵⁹⁸

Долгий путь к реформам

В начале века, во время войны с Наполеоном Россия продемонстрировала свою военную силу в 1812 году, но восстание декабристов в 1825 г. показало, насколько опасны могут быть для монархии социально-экономические трансформации. Это определило общее настроение всей тридцатилетней эпохи Николая I (1825–1855) – сохранение традиций и сопротивление любым переменам. Консервативный стиль правления царя, «самого красивого мужчины Европы», как говорили о нём дамы на балах, дополняла позиция министра финансов Е. Ф. Канкрин, противника любых инноваций, занимавшего этот пост 21 год (с 1823 по 1844 г.) – гораздо дольше, чем любой другой министр финансов Российской империи. Изолированность российской финансовой системы от мировых рынков проявилась и в том, что европейские финансовые кризисы 1825 и 1848 гг. в России остались практически незаметными.

Хотя первые российские акционерные компании появились ещё в Петровскую эпоху, широкого распространения они тогда не получили⁵⁹⁹. Впрочем, дух предпринимательства всё же проникал в

⁵⁹⁷ Friedman M. A monetary History of the United States. 1867–1960. – New York: National Bureau of Economic Research, 1963. – P. 34–44; Saul S. B. The Myth of the Great Depression, 1873–1896 / S. B. Saul. – London: Macmillan, 1969. – 63 p.

⁵⁹⁸ Подробнее см.: Мошенский С. З. Рынок ценных бумаг Российской империи / С. З. Мошенский. – М.: Экономика, 2014. – 560 с. – <http://books.google.com>.

⁵⁹⁹ Пётр I хотел по примеру Нидерландов не только создать такие компании в России, но и основать нечто подобное Ост-Индской компании (известен нереализованный проект такой компании для торговли с Китаем). Отголоском этих планов стала

Россию. Отражением новых веяний стало принятие в 1836 г. акционерного закона, после чего количество учреждаемых акционерных компаний начало быстро расти⁶⁰⁰.

Источниками финансирования зарождающейся промышленности были частные капиталы⁶⁰¹, и первая половина XIX века стала временем расцвета частных банкирских домов⁶⁰². Реформирование кредитно-финансовой системы Российской империи и создание акционерных коммерческих банков и небанковских организаций началось лишь в 1860-е годы.

Участие Российской империи в мировом рынке ценных бумаг первой половины XIX века было незначительным, хотя на Лондонской, Парижской и Амстердамской биржах котировались российские облигации государственных внешних займов⁶⁰³. Эти облигации считались высокодоходными и достаточно надёжными (так как Россия обладала большим золотым запасом), однако эти бумаги ничем не выделялись среди аналогичных ценных бумаг других стран с формирующимися рынками⁶⁰⁴.

Российско-Американская компания, не оказавшая заметного влияния на российский рынок ценных бумаг.

⁶⁰⁰ Среди этих компаний преобладали мелкие фабрично-заводские предприятия (40%), страховые компании (30%), транспортные (15%), а также сельскохозяйственные и связанные с благоустройством городов (Шепелев Л. Е. Акционерные компании в России / Л. Е. Шепелев. – Л.: Наука, 1973. – С. 30).

⁶⁰¹ Государственные банки – Ассигнационный (основан в 1768 г.), а также Дворянский и Купеческий (основаны в середине XVIII в., в конце этого века преобразованы в Государственный заёмный и Государственный коммерческий банки) не могли обеспечить эффективное кредитование, и со временем оба банка ликвидировали.

⁶⁰² Наиболее известными из них были петербургский придворный банкир Людвиг фон Штиглиц, имя которого для современников пользовалось такой же известностью, как имя Ротшильда, одесские банкирские дома Ф. Родоканаки, Д. Рафаловича, И. Эфрусси, московский банкирский дом «Юнкер и Ко» и др.

⁶⁰³ Размещение этих облигаций началось ещё в середине XVIII века, и особенно популярной такая практика стала при Екатерине II, когда было размещено более 20 внешних облигационных займов. Основным партнёром российского правительства был амстердамский банкир Генрих Гоппе, от имени своего банкирского дома выпускавший в Амстердаме облигации номиналом в 1000 гульденов и распространявший их на европейских биржах; в Россию эти облигации практически не попадали.

⁶⁰⁴ Для инвесторов российские облигации были сопоставимы с латиноамериканскими, не имея перед ними особых преимуществ. В 1821 г. на Лондонской бирже торговались два наименования российских государственных облигаций, а бразильских и перуанских – по три наименования (из 10 наименований облигаций латиноамериканских стран), мексиканских и колумбийских – по два наименования. Со временем присутствие российских облигаций на Лондонской бирже постоянно росло, хотя эта биржа никогда не была основным рынком для российских ценных бумаг, допускавшихся туда неохотно по политическим мотивам (Боголепов М. И. Финансы, правительство и общественные интересы / М. И. Боголепов. – СПб.: Тип. О. Н. Попова,

После того как первые российские железные дороги (Варшавско-Венская, Петербургско-Варшавская, Киевско-Брестская) связали Россию с Европой, а появление телеграфной станции на Лондонской бирже дало возможность поддерживать постоянную связь с Петербургом, экономические связи Российской империи с другими странами стали быстро расширяться. В эти годы происходило формирование российской модели финансового рынка (на особенностях которой повлияли французская и немецкая традиции) и создавалась институциональная структура этого рынка – система кредитно-финансовых учреждений, в том числе акционерных коммерческих банков.

Начало реформ либерально настроенного царя Александра II (правил в 1855–1881 гг.), вошедшего в историю как «Александр Освободитель», сопровождалось расцветом идей экономического либерализма в работах И. К. Бабста, Н. Х. Бунге, А. И. Чупрова и др., обосновавших необходимость пойти по пути Западной Европы и обновить финансовую систему, а также привлечь иностранный капитал в железнодорожное строительство, бывшее в 1860-е годы приоритетным направлением инвестиций.

«Шестидесятые годы – грань между Россией старой и Россией новой; они окончательно оторвали нас от Азии и приблизили к Европе»⁶⁰⁵. Это время стало эпохой радикальных преобразований в обществе, а реформы 1860-х годов определили новую траекторию развития экономики. Модными стали идеи свободной торговли, столь же непривычные для России, как и биржевая игра. Началась общая модернизация страны и экономический рост в современном понимании.

Важнейшей из реформ 60-х годов XIX в. стала отмена крепостного права в 1861 г. За освобождение крестьяне должны были в течение длительного времени выплачивать выкупные платежи, а помещики получали компенсацию выкупными свидетельствами. Начало их обращения стало толчком в формировании массового рынка ценных бумаг. «Начался разгар эпохи выкупных свидетельств... в каждую семью, в каждый дом сваливались с неба

1907. – С. 282). К началу 1880-х годов на Лондонской бирже котировалось уже пять наименований российских облигаций, три – США, два – мексиканских (Flandreau M., Sussmann N. Old sins: Exchange Clauses and European Foreign Lending in 19th Century / M. Flandreau, N. Sussmann. – 2002. – P. 9–10, 22, 27. – <http://www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubS-154.pdf>).

⁶⁰⁵ Левин И. И. Акционерные коммерческие банки России / И. И. Левин. – М.: Дело, 2010. – С. 154.

крупные тысячные суммы... и вот эти-то выкупные продавались и превращались в капиталы, на которые одни бросились в заграничные поездки, а другие стали жить очень роскошно в Петербурге и Москве»⁶⁰⁶.

После реформ 1860-х годов и создания новой кредитно-финансовой системы начался быстрый рост массового рынка ценных бумаг торгово-промышленных акционерных обществ, в особенности железнодорожных компаний. Связи формирующегося российского рынка ценных бумаг с мировыми биржами с середины XIX в. стали большими, чем в первой половине столетия, и международные финансовые кризисы (особенно 1857 и 1873 гг.) затронули Россию в полной мере, хотя и достигали её обычно с опозданием на год-два. Кроме того, с середины XIX века началось поступление первых иностранных инвестиций⁶⁰⁷ – привлекательность Российской империи для инвесторов была связана с перспективами быстрого роста российской экономики, повышенной нормой прибыли и низкой стоимостью рабочей силы, а также с появлением всё большего количества свободных капиталов в Западной Европе.

Учредительство середины 1850-х годов

Начало 1850-х годов было относительно спокойным в финансовом отношении, но это спокойствие было обманчиво – назревал кризис финансовой системы. Начавшаяся в 1853 году Крымская война (1853–1856 гг.) между Российской империей и коалицией в составе Британской, Французской и Османской империй стала причиной не только огромных для бюджета расходов, но и усиления международной напряжённости. В Российской империи Крымская война вызвала быстрый рост дефицита бюджета. Было произведено два внешних займа по 50 млн руб. у немецких банков под 5% годовых⁶⁰⁸, но в основном военные долги покрывались за счёт внутренних займов. К 1855 г. был увеличен выпуск кредитных би-

⁶⁰⁶ Мещерский В. П. Мои воспоминания / В. П. Мещерский. – В 2 т. Т. 1. 1850–1865. – СПб.: Тип. В. П. Мещерского, 1897. – С. 432.

⁶⁰⁷ Их объём был небольшим – в 1850 г. 2,7 млн руб., в 1860 г. – 9,7; в 1870 г. – 26,5. Из отраслей промышленности, в которые были направлены инвестиции, лидировала горнодобывающая (Оль П. В. Иностранные капиталы в народном хозяйстве довоенной России / П. В. Оль. – Ленинград: Всесоюзная Академия наук, 1925. – С. 11–12).

⁶⁰⁸ Подробнее см.: Блюх И. С. Финансы России XIX столетия. История – статистика / И. С. Блюх. – В 4 т. Т. 2. – С.-Петербург: Тип. М. М. Стасюлевича, 1882. – С. 17–28.

летов (более 215 млн руб.), и к 1856 г. общая сумма внутренних и внешних долгов, сделанных за время Крымской войны, достигла 533 млн руб. А совокупная сумма государственного долга к 1856 г. составляла 1,5 млрд руб. серебром⁶⁰⁹.

Поскольку облигационный рынок, не говоря уже о рынке акций, был сформирован недостаточно, появившийся вследствие обращения кредитных билетов избыток свободных денег мог быть помещён только в банки на депозитные вклады. С середины 1850-х годов в банках начал отмечаться быстро растущий избыток накопленных сбережений – свободные капиталы не могли быть инвестированы иным образом (особенно во время экономического застоя в период Крымской войны). С начала 1855 г. до середины 1857 г. общая сумма частных вкладов в государственные учреждения выросла с 873 млн руб. до 1276 млн руб.⁶¹⁰ Для уплаты процентов по возросшим вкладам ежегодно требовалось бы 7–8 млн руб., и, чтобы избежать этого, указом от 20 июля 1857 г. процент по депозитным вкладам в Заёмном и Коммерческом банках, в Петербургской и Московской сохранных казнах и в Сберегательной кассе был снижен с 4% до 3% с целью «оживления промышленности»⁶¹¹.

После этого начался отток капиталов из банков. «Понижение банковских процентов выгнало капиталы из банков, и они устремились на денежный рынок, где стали искать выгодного... помещения. Отсюда небывалое развитие учредительства, появление всевозможных акционерных компаний, столь же быстро исчезающих, как и возникавших»⁶¹².

Начался бурный экономический подъём 1855–1858 гг., о котором современники потом вспоминали как о «золотом времени», закончившемся после международного финансового кризиса 1857 г., достигшего России через год-полтора. «Денежные обороты совершались чрезвычайно легко и быстро; только что затраченные капиталы возвращались с огромными барышами»⁶¹³.

⁶⁰⁹ Безобразов В. О некоторых явлениях денежного обращения в России в связи с промышленностью, торговлей и кредитом / В. Безобразов. В 2 ч. Ч. 2. – СПб., 1863. – С. 34.

⁶¹⁰ Министерство финансов 1802–1902. В 2 т. Т 1. – СПб.: Экспедиция заготовления государственных бумаг, 1902. – С. 434–435.

⁶¹¹ Бунге Н. Х. Заметка о настоящем положении нашей денежной системы и средствах к её улучшению / Н. Х. Бунге. – СПб.: Тип. В. Безобразова, 1880. – С. 23.

⁶¹² Бржеский Н. Государственные долги России. Историко-статистическое исследование / Н. Бржеский. – СПб.: Тип. А. М. Вольфа, 1884. – С. 105–106.

⁶¹³ Безобразов В. П. О некоторых явлениях денежного обращения в России / В. П. Безобразов // Русский вестник. – 1863. – № 5. – С. 379–380.

Война не только ухудшила общее экономическое положение – для многих она стала источником богатства, быстро нажитого за счёт военных поставок и всевозможных спекуляций. Это усиливало биржевой ажиотаж в столице в 1857–1858 гг., и «конец 50-х годов дал богатый материал для биржевой торговли»⁶¹⁴. Расширилось акционерное учредительство, и на массовом рынке появились новые ценные бумаги – облигации государственных займов.

Во время бума и кризиса второй половины 1850-х годов впервые проявилась взаимосвязь российской экономики с мировыми рынками, и циклические колебания стали совпадать с колебаниями английской экономики. Совокупный капитал учреждённых в это время новых акционерных компаний вырос от 15 млн руб. в 1856 г. до 300 млн в 1857 г., но в 1858 г. после начала кризиса в России снизился до 51 млн руб.⁶¹⁵

Временами акционерный бум 1850-х годов принимал форму ажиотажа, особенно когда начиналась продажа новых акций. Впрочем, этот период акционерного ажиотажа в России был не настолько бурным, как, например, в Англии. Рынок ценных бумаг в значительной мере был централизованным и контролировался государством через Министерство финансов, а номинальная стоимость ценных бумаг была высокой, что ограничивало доступ на рынок массы мелких инвесторов, значительно сужая состав участников рынка до сравнительно небольшой группы состоятельных лиц.

Кризис, начавшийся в Европе в 1857 г., проявился в Российской империи лишь к концу 1858 г. Вероятно, это был первый из мировых финансовых кризисов, в полной мере затронувший Рос-

⁶¹⁴ Прокшинский В. Биржевой закон 1900 года / В. Прокшинский // Народное хозяйство. – 1902. – Кн. 7. Сент.-окт. – С. 117.

⁶¹⁵ Туган-Барановский М. И. Русская фабрика в прошлом и настоящем: историко-экономическое исследование / М. И. Туган-Барановский. – В 2 т. Т. 1. Историческое развитие русской фабрики в XIX веке. – СПб., 1900. – С. 327. Если с 1822 по 1855 г. в год учреждалось в среднем по 2–3 компании, то в 1856 году – 6 компаний, в 1857 г. – 14, в 1858 г. – 39, в 1859 г. – 20. Общее количество акционерных компаний выросло с 35 в 1855 г. до 94 в 1859 г. (во Франции в 1859 гг. была 131 акционерная компания, в Германии – 415). Всего с 1857 по 1860 г. было создано 101 акционерное общество с капиталом 281,6 млн руб (Шепелев Л. Е. Акционерный капитал в России / Л. Е. Шепелев // История финансовой политики в России: Сборник статей. – СПб.: С.-Петербургский ун-т, 2000. – С. 96). Из российских компаний этого времени 30 были связаны с паромостом, 10 – с добычей полезных ископаемых, 8 – с бумажными и шелковыми фабриками; 8 были страховыми, 7 – железнодорожными, 31 занималась «прочими видами деятельности» (Бунге Н. Х. В чём пора остановиться / Н. Х. Бунге // Журнал для акционеров. – 1859. – 29 янв. – С. 1073).

сию, к этому времени уже гораздо больше связанную с мировыми финансовыми и товарными рынками, чем в прежние десятилетия – как за счёт внешней торговли, так и за счёт размещения облигаций государственных внешних займов на европейских биржах. На российском финансовом рынке первые признаки кризиса начали проявляться в конце 1858 г., когда «невозможно было найти капиталы за самые высокие проценты, под самое верное обеспечение», а «безденежье и дороговизна сделались нормальным явлением»⁶¹⁶.

«Тяжёлый мировой кризис 1857 года, пронёсшийся ураганом над всей Западной Европой и Северной Америкой», отразился в России «банкротствами банков, акционерных предприятий, торговых и промышленных фирм, застоем торговли и сокращением производства – обычными симптомами промышленного кризиса»⁶¹⁷. Наибольшей глубины спад в России достиг в 1860 г.

Реформирование кредитно-финансовой системы

После кризиса 1858–1859 гг. потребность в реформировании кредитной системы стала очевидной⁶¹⁸. Ещё в июле 1857 года Комитет финансов принял решение ликвидировать как устаревшие существующие кредитные учреждения (Сохранные казны, Коммерческий банк и др.) и вместо них начать создавать систему «земских банков», ориентированных на ипотечный кредит. Перед началом реформ кредитно-финансовой системы «капиталы, не имевшие помещения в промышленность, скопляясь из года в год, достигли в 1858 г. громадной суммы в 1200 млн руб.», в то время как вся годовая продукция промышленности оценивалась не более 300 млн руб., а железнодорожная сеть ещё только начинала создаваться⁶¹⁹.

В 1864 г. был учреждён первый в России акционерный банк краткосрочного кредита – Санкт-Петербургский частный коммер-

⁶¹⁶ Бржеский Н. Государственные долги России. Историко-статистическое исследование / Н. Бржеский. – СПб.: Тип. А. М. Вольфа, 1884. – С. 106.

⁶¹⁷ Туган-Барановский М. И. Русская фабрика в прошлом и настоящем: историко-экономическое исследование / М. И. Туган-Барановский. – В 2 т. Т. 1. Историческое развитие русской фабрики в XIX веке. – СПб., 1900. – С. 325.

⁶¹⁸ До 1860-х годов банковское дело являлось монополией государства, акционерных коммерческих банков и небанковских финансовых учреждений (обществ взаимного кредита и др.) ещё не было – Государственный банк Российской империи был основан только в 1860 г., а первый акционерный банк в 1864 г.

⁶¹⁹ 1874 год в финансовом и экономическом отношении // Финансовое обозрение. – 1875. – № 1. – С. 5–6.

ческий банк, а к концу 1860-х годов была заложена основа кредитно-финансовой системы нового типа, состоявшей из Государственного банка и его многочисленных отделений, акционерных коммерческих банков, акционерных земельных банков, обществ взаимного кредита, сберегательных касс и других, менее массовых кредитных учреждений.

*Главное общество российских железных дорог и
железнодорожный бум 1860-х годов*

В Российской империи, как и в других странах, строительство железных дорог и создание для его финансирования железнодорожных акционерных компаний сформировало массовый рынок ценных бумаг. Многие признавали, что «отсутствие достаточно развитой сети дорог всегда служило и служит самым могущественным тормозом для развития экономической жизни России»⁶²⁰, однако в начале создания железнодорожной сети, кроме сторонников этой идеи (Ф. А. Герстнер, П. П. Мельников, А. А. Бобринский и др.), у неё было немало противников, в том числе консервативно настроенный министр финансов Е. Ф. Канкрин, считавший, что железнодорожная сеть в России «не составляет предмета естественной потребности» и «усилит наклонность к ненужному передвижению с места на место, выманивая излишние со стороны публики издержки»⁶²¹.

Попытки тормозить постройку железных дорог в значительной степени были связаны не столько с вопросами экономической целесообразности, сколько со страхом перед любыми инновациями, идущими из других стран, поскольку они нарушали привычный порядок вещей и традиционный патриархальный, аграрный уклад жизни. Поэтому, когда железные дороги всё же начали строиться, это имело не только практическое значение, но и стало символом общей модернизации страны. А для российского рынка ценных бумаг железнодорожные общества сыграли решающую роль – их облигации и акции, заполнившие собой биржи, стали действительно массовыми ценными бумагами.

⁶²⁰ Наши внутренние пути и экономическая жизнь России // Финансовое обозрение. – 1912. – № 19. – С. 2.

⁶²¹ История торговли и промышленности в России. В 3 т. Т. 2. Вып 7. Пути сообщения [под ред. П. Х. Спасского]. – СПб., 1913. – С. 9.

Историю создания железнодорожной сети в Российской империи можно разделить на три периода – постройка дорог за средства государственного бюджета (до 1860-х годов); постройка дорог акционерными обществами на основе полученных концессий и частного капитала, в том числе иностранного (с 1860-х до 1880-х годов); выкуп железных дорог государством у акционерных обществ с 1880-х годов.

Аккумуляция капиталов для реализации масштабных железнодорожных проектов была возможна только за счёт выпуска ценных бумаг, и в 1860-е годы российские железнодорожные бумаги начали проникать вслед за облигациями государственных займов и на европейские биржи (вместе с австрийскими, венгерскими и турецкими железнодорожными облигациями и акциями)⁶²². Когда после первоначального периода государственного строительства железных дорог было принято решение передать их постройку частным акционерным обществам, считалось, что те привлекут акционерный капитал, и за счёт этого создание железнодорожной сети значительно ускорится. Однако дальнейшая история постройки железных дорог частными акционерными компаниями показала неэффективность акционерного финансирования железнодорожного строительства в российских условиях. Проблемы начались уже с Главным российским обществом железных дорог.

Русско-французское Главное общество российских железных дорог (далее – Главное общество) было основано в 1857 г. при участии частного банкирского дома А. Л. Штиглица (устав общества был утверждён 26 января). Первоначально капитал общества был 275 млн руб., и на него была дана правительственная гарантия 5% прибыли⁶²³. Большая часть финансирования поступала от братьев Перейра, которые фактически контролировали это общество (Рот-

⁶²² Но если американские железнодорожные бумаги размещались на Лондонской бирже обычно по цене выше номинала, то российские – по пониженной (иногда на 40%) цене из-за общей низкой кредитоспособности Российской империи. За счёт такого понижения цены финансовые посредники в Лондоне или Берлине получали огромные прибыли от размещения российских государственных и железнодорожных займов.

⁶²³ Предполагалось, что общество построит 3900 вёрст новых путей, и правительство гарантировало прибыльность акций общества, выпущенных на сумму 100 млн руб. «Благоприятные условия, в которые с самого начала было поставлено Общество, давали право надеяться на полный успех предприятия, но действительность далеко не оправдала ожиданий», и деятельность Главного общества представляет собой «картину печальную, полную недоразумений, ошибок и незаконной расточительности» (Гейлер И. К. Сборник сведений о процентных бумагах / И. К. Гейлер. – СПб.: Тип. В. Безобразова, 1871. – С. 285).

шильды не сыграли столь значительной роли в финансировании российского железнодорожного строительства в отличие от других стран Европы⁶²⁴. Хотя деятельность Главного общества вызвала недовольство⁶²⁵, общество стало основным связующим звеном между Credit Mobilier и Россией, а Исаак Перейра неоднократно бывал в Петербурге на общих собраниях общества.

Правительство, дав разрешение на учреждение Главного общества, рассчитывало на то, что при размещении акций и облигаций за границей в Россию начнёт поступать иностранный капитал. Однако на деле гарантированная прибыль привела лишь к росту биржевого курса акций и многочисленным спекулятивным операциям с ними. Иностранные соучредители общества скупили большинство акций и облигаций общества по сниженной цене, а затем начали искусственно повышать их цену на российском рынке. Когда цена этих бумаг выросла на 12% выше номинала, учредители Главного общества продали ценные бумаги российским предпринимателям, получив на разнице курсов значительную прибыль. Прибыль была вывезена за границу, после чего учредители общества утратили всякий интерес к постройке российских железных дорог⁶²⁶.

Тем временем популярность ценных бумаг железнодорожных компаний в 1863–1864 гг. стала расти – начинался железнодорожный бум 1860–1870-х годов. Правительство достаточно легко давало разрешение акционерным компаниям на постройку дорог, и длина железнодорожной сети быстро увеличивалась – в 1857 г. она составляла всего 979 вёрст, а в 1878 г. – уже 7225 вёрст. Железнодорожный бум отразился и на общей динамике акционерного учредительства – с 1861 по 1874 г. было создано 386 акционерных компаний с общим капиталом 876,7 млн руб.; максимальное коли-

⁶²⁴ История торговли и промышленности в России. В 3 т. Т. 2. Вып 7. Пути сообщения [под ред. П. Х. Спасского]. – СПб., 1913. – С. 11.

⁶²⁵ На первом этапе постройки российских железных дорог Главное общество занимало почти монопольное положение, а работами руководили французские инженеры. Это вызвало резкую критику в России – «появился из Парижа известный аферист Наполеона III с толпой булочников, парикмахеров, башмачников и т. д., называвших себя опытными инженерами» (Кокорев В. А. Экономические провалы: по воспоминаниям с 1837 года / В. А. Кокорев. – СПб.: Тип. А. С. Суворина, 1887. – С. 24).

⁶²⁶ История железнодорожного транспорта России. В 2 т. Т. 1. 1836–1917 гг. – СПб., 1994. – С. 81.

чество (106 в год) учреждаемых акционерных компаний было в 1873 г.⁶²⁷

Из ценных бумаг для финансирования железнодорожного строительства с 1867 г. использовались облигации и акции железнодорожных компаний (с 1855 по 1865 г. было выпущено акций и облигаций на 808,8 млн руб.). Облигации были более популярны, так как обеспечивались правительственной гарантией получения дохода с момента выпуска в отличие от акций, гарантия дохода по которым давалась только после начала движения по дороге⁶²⁸. Железнодорожные акции и облигации занимали всё более высокие места в биржевых котировках⁶²⁹, и начавшееся обращение большого количества ценных бумаг железнодорожных компаний сыграло решающую роль в формировании массового рынка ценных бумаг, в особенности рынка акций.

Биржевой ажиотаж 1868–1869 гг.

Большое количество новых ценных бумаг, особенно железнодорожных, появившееся на биржах в середине 1860-х годов, привело к нарастанию биржевого ажиотажа 1868–1869 гг. Накануне нового бума, в середине 1860-х годов, рынок ценных бумаг не отличался активностью. «Недавние катастрофы были в памяти у всех, доверие не успело ещё восстановиться»⁶³⁰. Однако в 1868–1869 гг. на российском рынке ценных бумаг начался очередной спекулятивный бум, и «дух спекуляции охватил всю Россию... Петербург, Москва, Одесса увлеклись биржевой игрой до небывалых

⁶²⁷ Шепелев Л. Е. Акционерный капитал в России / Л. Е. Шепелев // История финансовой политики в России: Сборник статей. – СПб.: С.-Петербургский ун-т, 2000. – С. 96, 105 (таблицы 1, 7).

⁶²⁸ Подробнее см.: Блюх И. С. Финансы России XIX столетия. История – статистика / И. С. Блюх. – В 4 т. Т. 2. – СПб.: Тип. М.М. Стасюлевича, 1882. – С. 154–157, 163, 174–175.

⁶²⁹ Так, в июле 1867 г. в котировках С.-Петербургской биржи лидировали акции шести железнодорожных компаний (в том числе общества Царскосельской железной дороги и др.), опережая бумаги восьми паровых обществ (Паровозное общество по Волге «Меркурий», Днепровское паровозное общество и др.) и семи страховых компаний (1-го и 2-го страховых обществ, общества «Саламандра» и др.) (Цены акций на С.-Петербургской бирже // С.-Петербургские ведомости. – 1867. – № 183. – 5 июля. – С. 2).

⁶³⁰ Бунге Н. Х. Заметка о настоящем положении нашей денежной системы и средствах к её улучшению / Н. Х. Бунге. – СПб.: Тип. В. Безобразова, 1880. – С. 24.

размеров»⁶³¹. Этот «дух спекуляции» увлёк многих новых участников рынка, стремившихся разбогатеть на железнодорожных акциях, но никогда раньше не участвовавших в биржевой игре. В 1860-е годы «сфера биржевой игры была... беспредельна. От судомойки и горничной, за неимением акций игравших лотерейными билетами богоугодных заведений, до концессионеров, денежных и других тузов, – всё преследовало одну мысль: схватить куш, нажиться вдруг, как наживаются в сказках»⁶³².

Основным центром биржевой игры был Петербург – в Москве до второй половины 1860-х годов на бирже операций с ценными бумагами почти не было и преобладали товарные сделки («все курсы на Московской бирже постоянно соответствуют курсам Петербургской, а фонды... редко обращаются на бирже»⁶³³). Биржевой ажиотаж охватил не только Москву и Петербург, но и многие другие города Российской империи, в особенности Одессу, «где торговля имеет громадные обороты» и где была «развита спекуляция процентными ценными бумагами»⁶³⁴. Но в конце августа 1869 г. курсы ценных бумаг стали падать, а в сентябре началась паника, охватившая не только Петербург и Москву, но и другие биржи⁶³⁵. Механизм развития биржевой паники был тот же, как и во всех других подобных случаях – отличались лишь имена биржевых игроков.

В начале 1870-х годов кризис пошёл на спад, спекуляция железнодорожными акциями несколько ослабела и сменилась интересом к акциям недавно учреждённых акционерных банков. В России начинался новый учредительский бум 1870–1873 гг., совпавший по времени с грюндерским бумом в Германии, и снова повторялась ситуация акционерного ажиотажа 1858 и 1869 годов. Энтузиазм при создании новых акционерных банков был таким, что часто они основывались в местах, где для этого не было ни необходимости, ни условий. За три года, с 1870 по 1873 г., было учреждено 53 ак-

⁶³¹ [Ламанский Е. И.] Из воспоминаний Евгения Ивановича Ламанского (1840–1890) / Е. И. Ламанский // Русская старина. – 1915. – Кн. XII. – С. 404; Кн. X. – С. 58.

⁶³² Десятилетие первого частного коммерческого банка // Финансовое обозрение. – 1874. – № 45. – С. 377–378.

⁶³³ Московская биржа: Очерк возникновения и деятельности. 1839–1889. – М., 1889. – С. 45–46.

⁶³⁴ Левин И. И. Акционерные коммерческие банки России / И. И. Левин. – Петроград, 1917. – С. 186.

⁶³⁵ Современники называли эту панику «знаменитым биржевым кризисом в России», воспринимая его как «признак совершеннолетия биржи» (Левин И. И. Акционерные коммерческие банки России / И. И. Левин. – Петроград, 1917. – С. 231).

ционерных банка с капиталом 107,9 млн руб. Подписка на акции новых банков достигла колоссальных размеров, в Москве подписывались на сотни миллионов рублей, и снова повторялось то же самое, что уже было при подписке на акции железных дорог.

Финансовый кризис 1873 года

В Российской империи признаки приближения кризиса 1873 г., как и в США, отмечались раньше, чем в Германии и Австрии, хотя в России акционерный бум был не настолько масштабным, а кризис имел не такую острую форму, как в Германии и Австрии⁶³⁶. Однако кризис 1873 года в Российской империи имел свои внутренние предпосылки, связанные с быстрым расширением российского рынка ценных бумаг во время железнодорожного бума конца 1860-х годов, а затем его сжатием в начале 1870-х годов, когда темпы постройки железных дорог начали тормозиться. Неудивительно, что сокращение железнодорожного строительства уже само по себе вызвало бы спад, даже если бы не было общего мирового кризиса 1873 года.

Так все необходимые предпосылки для кризиса сложились в Российской империи к началу 1870-х годов, в том числе перенасыщение товарных рынков и доступность кредита. В октябре 1872 г. все заговорили о банковском кризисе, который, начавшись в Москве, распространился затем на остальные финансовые центры. А когда финансовый кризис, начавшийся в мае 1873 года в Вене, стал международным и охватил почти все страны Европы и США, его влияние стало ощущаться на Петербургской и других российских биржах. Начались изъятие вкладов в банках и массовая продажа ценных бумаг, хотя они уже не находили покупателей. Сделки с бумагами на Московской и Петербургской биржах почти полностью прекратились. «Печальное положение Венской фондовой биржи» отражалось в Петербурге «не только на спекулятивных ценностях, зависящих от Вены, но и на ценностях, которые... ни-

⁶³⁶ По объёму эмиссии акций в 1869–1873 гг. на первом месте были США, где акционерные общества (точное количество которых трудно определить) выпустили акций на 3,8 млрд франков; затем Англия (4241 общество, выпустившее акций на 3,3 млрд франков), Германия (928 обществ, эмиссия на 2,1 млрд), Австро-Венгрия (642 общества, эмиссия на 1,2 млрд), Россия (301 общество, эмиссия на 0,8 млрд), Франция (1170 обществ, эмиссия на 0,4 млрд) (Трахтенберг И. А. Денежные кризисы (1821–1938 гг.) / И. А. Трахтенберг. – М.: Изд-во Академии наук СССР, 1939. – С. 832–833).

какого отношения к Вене иметь не могут»⁶³⁷. Многочисленные банкротства отмечались в Петербурге, Москве, Одессе и других торговых центрах.

Следствием дошедшего до России кризиса 1873 г стало падение курсов не только банковских, но и железнодорожных ценных бумаг⁶³⁸. Максимальное падение курсов железнодорожных акций отмечалось в январе 1873 г., когда европейский кризис только назревал, и оно было вызвано не столько приближением международного кризиса, сколько внутренними причинами российского рынка железнодорожных бумаг, чрезмерно раздутого в начале 1870-х годов.

В 1874 г. дефицит капиталов был настолько велик, что на бирже «дела... никакого и быть не могло»⁶³⁹. Спрос на акции значительно сократился, с акциями частных коммерческих и земельных банков операции почти не проводились. Однако прошло не так много времени, и вскоре после обычного летнего затишья на бирже к концу августа по мере «возвращения в столицу спекулянтов» некоторые «игровые ценности стали оживать... и расти в цене»⁶⁴⁰, исчезая из продажи. Прежде всего это коснулось железнодорожных акций, обладавших в то время наибольшим спекулятивным потенциалом.

Казалось, что кризис 1873 года остался позади и биржевая игра с ценными бумагами налаживается. К концу 1874 года биржа настолько ожила, что спекулятивные увлечения биржевых игроков начали напоминать последние дни всеобщего игрового ажиотажа 1869 года. Однако преувеличивать этот рост активности на Петербургской бирже не стоит. По словам корреспондента одного из финансовых журналов, «что... делать с нашей крошечной биржей, с

⁶³⁷ Берлин, 3 (15) апреля (Корреспонденция «Финансового обозрения») // Финансовое обозрение. – 1874. – № 14. – С. 267.

⁶³⁸ Если сравнивать максимальные цены на них в августе 1872 г и понизившиеся в январе и декабре 1873 г., то для общего количества железнодорожных акций, обращавшихся на Петербургской бирже (2,417 млн шт.), в январе 1873 г. потери были максимальны и составили 10,603 млн руб., а в декабре того же года – 4,297 млн руб. (Потери на железнодорожных акциях в 1873 году // Финансовое обозрение. – 1874. – № 12. – С. 214).

⁶³⁹ «Весь крупный финансовый люд занят одной только мыслью, имеет только единую из единых забот – добыть... как можно более наличности и сбыть эту наличность концессионерам за возможно большую комиссионную плату» (Биржевая беседа. 6 апреля // Финансовое обозрение. – 1874. – № 14. – С. 264).

⁶⁴⁰ Биржевая беседа. 31 августа // Финансовое обозрение. – 1874. – № 35. – С. 158.

её микроскопическими капиталами, с её деятелями – лилипутами, с её грошовыми интересами, с её апатиею?»⁶⁴¹.

Послекризисный 1874 год был нелёгким для молодого российского рынка ценных бумаг, а «в сфере финансов, торговли и промышленности не оставил заметных следов», хотя «семена спекуляции, занесённые к нам из Вены и Берлина в начале шестидесятых годов... дали более благоприятные всходы»⁶⁴². В целом 1874 год, бывший между двумя волнами финансового кризиса в Российской империи, «казавшийся... таким бедственным вначале, с января по март включительно», в дальнейшем всё больше давал надежды на улучшение дел. «После пяти лет скорбей и печали биржа впервые встретила новый 1875 год бойко и весело»⁶⁴³.

Оптимистичное настроение на рынке ценных бумаг в начале 1875 года вскоре сменилось нарастанием напряжённости, перешедшей во вторую волну кризиса, начавшегося после краха осенью 1875 года Московского ссудного коммерческого банка, связанного с банкротством скандально известного немецкого «железнодорожного короля» Струссберга, получившего от банка крупный необеспеченный кредит. Руководители Московского ссудного коммерческого банка в 1873–1874 гг. в надежде получить прибыль приобрели на 233 тыс. руб. крупные пакеты акций западноевропейских компаний, курс которых вскоре быстро упал. Чтобы скрыть свою неудачную операцию и компенсировать убытки, банк начал переговоры со Струссбергом, чья репутация к тому времени уже сильно пошатнулась во время «грюндерского краха» 1873 г. Но в России о начавшихся у Струссберга проблемах ещё мало кто знал, и тот договорился с банком о кредите под залог поставки 1,5 тыс. железнодорожных вагонов⁶⁴⁴, затем Струссбергом было получено кредитов на 8 млн руб., из которых обеспеченных было лишь

⁶⁴¹ Поэтому и приходится «ежедневно заявлять о единственных сделках с акциями Международного [коммерческого], Русского для внешней торговли и Центрального [земельного] банков, пущенных осенью прошлого [1874] года в ход одной группой спекулянтов», а также «о единственных сделках с акциями Рыбинско-Бологовской железной дороги, которым толчок на повышение дан другой группой спекулянтов». И только в начале 1875 года «третья группа спекулянтов ухватилась за акции Главного общества Либавской железной дороги и Табовско-Саратовские, и действиями своими разнообразила немного биржевой репертуар» (Биржевая беседа. 5 апреля // Финансовое обозрение. – 1875. – № 14. – С. 293).

⁶⁴² 1874 год в финансовом и экономическом отношении // Финансовое обозрение. – 1875. – № 1. – С. 5–6.

⁶⁴³ Биржевая беседа. 12 января. // Финансовое обозрение. – 1875. – № 1. – С. 5–6, 28.

⁶⁴⁴ В. Л. Крушение Московского коммерческого ссудного банка и доктор Струссберг / В. Л. // Нива. – 1875. – № 47. – С. 747–750.

на 1 млн⁶⁴⁵. Всё это объяснялось тем, что руководители банка, Ландау и Полянский, получили за предоставление кредита от Струссберга взятку в 160 тыс. руб. Когда оказалось, что в Европе Струссберг имеет репутацию банкрота, началась общая паника – сначала в Москве, а потом и в Петербурге. Московский ссудный банк прекратил все операции 11 октября 1875 г. Суд признал Струссберга, Ландау и Полянского виновными в расхищении банковских средств, после чего Струссберг был выслан из России без права въезда, а Ландау и Полянский отправлены на год в ссылку в Томскую губернию⁶⁴⁶. Вслед за крахом Московского Ссудного банка в 1875–1876 гг. прокатилась целая волна банкротств – прекратили операции 24% коммерческих банков.

Впрочем, не только биржевой спекуляцией, кризисами и банкротствами прославилось бурное время 1870-х годов. Учреждались многие акционерные компании, выпустившие в обращение большое количество акций⁶⁴⁷. Вокруг биржи сформировалась прослойка профессиональных биржевых игроков, занимавшихся операциями с ценными бумагами. И хотя в этот круг биржевых игроков входили разные по происхождению, образованию и богатству люди, их объединяла принадлежность к этому новому в русском обществе слою. Так за счёт общей модернизации после реформ 1860-х годов идеи экономического либерализма всё больше проникали в Российскую империю. Была создана институциональная структура финансового рынка, а несколько периодических акционерных бумов ускорили формирование в основных финансовых центрах бизнес-сетей и вполне динамичного рынка ценных бумаг.

⁶⁴⁵ Петров Ю. А. Коммерческие банки Москвы. Конец XIX в. – 1914 г. / Ю. А. Петров. – М.: РОССПЭН, 1998. – С. 26.

⁶⁴⁶ Подробнее см.: Обнинский П. Н. Обвинительный акт по делу о разного рода злоупотреблениях, обнаруженных в Московском Коммерческом Ссудном Банке / П. Н. Обнинский. – Пг., 1917. – 153 с.; Карабчевский Н. П. Итоги Струссбергского процесса // Около правосудия. Статьи, сообщения и судебные очерки / Н. П. Карабчевский. – СПб.: Тип. товарищества «Труд», 1902. – С. 110, 114, 125, 137.

⁶⁴⁷ Только за 10 лет, с 1860 по 1870 г., было основано 156 новых компаний (за предыдущие 60 лет, с 1799 по 1860 г. – 166 компаний). На биржах появилось много новых ценных бумаг, и в 1870 г. общая сумма операций с ними на Петербургской бирже достигла 3 млрд руб. (из них 1,55 млрд приходилось на государственные ценные бумаги) (Гейлер И. К. Сборник сведений о процентных бумагах / И. К. Гейлер. – СПб.: Тип. В. Безобразова, 1871. – С. 48–51).

Япония: «эпоха Мэйдзи» и возникновение рыночной экономики

Во второй половине XIX в. на мировых рынках появился новый участник – Япония. Индустриализация и развитие рыночной экономики в Японии начались после «революции Мэйдзи», приведшей к радикальным преобразованиям в стране. Эти преобразования сразу же привлекли внимание потенциальных инвесторов, в особенности британских – они хорошо понимали перспективность нового рынка. С 1890 по 1912 г. бюджет страны вырос на 578% (в Великобритании – на 55%:, Франции – на 47% США – на 32%, в России – на 238%, в Австро-Венгрии – на 410%)⁶⁴⁸. За короткое время Японии удалось достичь успехов невероятных для веками закрытой и далёкой от Европы азиатской страны и так же, как и Россия, войти в состав быстро растущих экономик – реципиентов экспортируемого капитала. Секрет этого успеха был в особенностях национального характера, и прежде всего характерной для японцев сплочённости для достижения цели – сплочённости, имеющей многовековые корни и ставшей частью культуры.

Япония в первой половине XIX века

В первой половине XIX века Япония была типичным азиатским доиндустриальным государством – 85% населения (30–33 млн) занималось сельским хозяйством, 6–7% (около 2 млн) жило в трёх крупных городах – Эдо (современный Токио), Осака и Киото. С XVII века в Японии власть принадлежала военной олигархии – сёгунату Токугава. Верхушкой общества было сословие воинов – самураев⁶⁴⁹, получавших централизованную ренту – государственное жалование, выплачивавшееся рисом (для этого крестьяне должны были отдавать до 40% своего урожая). Широко использовалась государственная трудовая повинность (постройка дорог и т. п.) – в этом смысле японское общество было типичным примером «азиатского способа производства», как его назвал К. Маркс⁶⁵⁰. Самураи в XVIII веке составляли до 75%

⁶⁴⁸ Обзор печати // Новый экономист. – 1913. – № 42. – С. 6.

⁶⁴⁹ Другими сословиями были купцы, ремесленники и крестьяне. Переход из одного сословия в другое был запрещён.

Маркс⁶⁵⁰. Самураи в XVIII веке составляли до 75% городского населения, и для них торговля и коммерция считались унижительным делом.

Традиционные японские ценные бумаги

Преобладание натурального обмена (зерном выплачивалось не только жалование самураям, но и налоги) тормозило развитие финансовой системы в Японии. Недостаточное развитие денежного обращения и нехватка наличных денег привели к тому, что администрации региональных провинций – хан (han) начали выпускать хансацу (hansatsu) – нечто среднее между облигациями и бумажными деньгами. Обеспечением хансацу служили рис и различные товары. Разновидностями hansatsu были kinsatsu – «золотые бумаги» и ginsatsu – «серебряные бумаги». Предполагалось, что они должны быть конвертируемые на золото или серебро, хотя на практике эти ценные бумаги обменивались лишь на ограниченное количество золотых или серебряных монет⁶⁵¹.

Несмотря на то, что правительство в 1759 году издало особый указ, чтобы ограничить выпуск хансацу, практика их использования всё больше распространялась. В середине XIX века накануне революции Мэйдзи в обращении находилось чрезмерное количество хансацу, их курс был значительно ниже курса металлических денег, что привело к быстрому росту инфляции. Однако уже в начале эпохи Мэйдзи для стимулирования денежного обращения и аккумуляции капиталов была произведена новая эмиссия «золотых бумаг» kinsatsu. Отменены хансацу были после начала обращения в ноябре 1869 г. новой денежной единицы – иены и присоединения Японии к мировой системе золотого стандарта.

Кроме того, в обращении между ростовщиками и купцами находилось семь видов ценных бумаг, напоминавших заёмные письма и европейские векселя, в том числе фурисаши гами (furisashi gami), использовавшиеся для перевода денег между обменными домами, и отегата (otegata), выдававшиеся крупными торговыми компаниями.

⁶⁵⁰ Маркс К. К критике политической экономии / К. Маркс // Маркс К., Энгельс Ф. Соч. – 2 изд. – Т. 13. – С. 7.

⁶⁵¹ Matsukata M. Report on the Adoption of the Gold Standard in Japan / M. Matsukata. – Tokyo: Government Press, 1899. – P. 1–2; Shinjo H. History of the Yen: 100 years of Japanese money-economy / H. Shinjo. – Tokyo: Kinokuniya, 1962. – P. 11–12.

Жалование самураям должно было выплачиваться по традиции рисом, но на практике им выдавали квитанции на право получения определённого количества зерна. Самураям нужны были деньги, а не только рис, и они часто продавали эти квитанции ростовщикам (считавшихся в Японии низшим сословием), объединившихся в XVIII веке в отдельную предпринимательскую ассоциацию⁶⁵². Немало ростовщиков стали гораздо богаче, чем основная масса представителей высшего сословия самураев.

Главным финансовым центром в Японии стал город Осака, где были сосредоточены ростовщики и частные банкиры. «История банкового дела в Японии начинается ещё с XVI–XVII столетия, когда выделились торговые предприятия, занимавшиеся специальными денежными операциями»⁶⁵³.

Наиболее известной была группа частных банкиров Junin guogae – «Десять обменных домов», выполнявшая некоторые функции центрального банка, в том числе выдачу кредитов (в среднем под 2,5% в год) правительству и более мелким частным банкирским домам. Кредиты правительству были весьма значительны и достигали миллионов рио (гуо – японская денежная единица в эпоху Токугава).

Для сохранения существующего строя, во многом архаичного, сёгунат Токугава проводил целенаправленную политику изоляции Японии от остального мира, чтобы влияние иностранцев не нарушило сложившийся порядок вещей. Японцам запрещалось посещать другие страны и строить крупные морские суда, пригодные для торговли и далёких путешествий. Только лишь в один порт, Нагасаки, разрешалось заходить раз в год двум голландским кораблям и нескольким китайским, но торговые операции с иностранцами имели право вести не купцы, а специально назначенные государственные чиновники.

Несмотря на существование достаточно сложной финансовой системы и прототипов ценных бумаг, вопрос о том, насколько финансовая система, сложившаяся в Японии до начала индустриализации, повлияла на дальнейшую траекторию развития японской экономики остаётся открытым. Можно согласиться с основной идеей Б. Маршалла, что до начала радикальных экономических

⁶⁵² Такие предпринимательские ассоциации (kabunakama), сравнимые с европейскими средневековыми гильдиями, были достаточно распространены в крупных городах Японии первой половины XIX века.

⁶⁵³ Банки в Японии // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1898. – № 21. – С. 492.

реформ ключевые идеи западного предпринимательства, в том числе представление о свободном рынке и его «невидимой руке», были в принципе неприемлемы для традиционного японского общества, в котором предпринимательская деятельность была подчинена цели служения государству⁶⁵⁴.

Революция Мэйдзи

Изоляция Японии закончилась в 1853 году, когда американские военные корабли под угрозой обстрела городов вынудили Японию открыть свои порты для торговли с другими странами и установить беспощинный ввоз иностранных товаров. Существенную роль в таком интересе сыграли не только колониальные мотивы, но и тот факт, что в изолированной от мировых рынков Японии золото стоило в три раза дешевле, чем в Европе (и в пять раз дороже серебра, в то время как в остальном мире – в 15). Это дало возможность иностранцам весьма выгодно обменивать серебро на золото.

В 1867 г. к власти пришёл молодой образованный император Мицухито (Mitsuhito). Его правление обычно называют эпохой Мэйдзи (meiji – «просвещённое правление»), длившейся до 1912 г., когда Мицухито умер. С началом эпохи Мэйдзи связаны многочисленные реформы, активное экономическое развитие и быстрая индустриализация, а слова «человек эпохи Мэйдзи» ассоциируются с духом активного предпринимательства⁶⁵⁵. В феврале 1889 года была принята «конституция Мэйдзи», гарантировавшая основные права, в том числе право собственности. А в ноябре 1869 г. началось обращение новой денежной единицы – иены, конвертируемой на золото (1 иена была равна 1,5 г золота), и Япония присоединилась к системе золотого стандарта.

Модернизация Японии происходила под лозунгом *wakon yosai* – «японский дух, западные технологии», её целью было самобытное развитие страны с использованием всего полезного, что можно было позаимствовать у западной цивилизации. И хотя в то время немало было призывов к модернизации, но без контактов с представителями западных стран, победил более прагматичный

⁶⁵⁴ Marshall B. K. Capitalism and Nationalism in pre-war Japan: The Ideology of the Business Elite / B. K. Marshall. – Stanford: Stanford University Press, 1967. – 163 p.

⁶⁵⁵ Eiichi S. The autobiography of Shibusawa Eiichi: from peasant to entrepreneur / Eiichi S. – Tokyo: Teruko Craig, 1994. – P. IX, X.

подход, и в Японию начали поступать массовые иностранные инвестиции, особенно британские.

На протяжении жизни всего лишь одного поколения Япония превратилась из замкнутой аграрной страны в быстро индустриальное государство с быстро растущей экономикой. Используя сравнительно небольшие внешние инвестиции в Японии удалось добиться такого роста за гораздо более короткое время, чем в большинстве стран Европы, и эта радикальная трансформация экономической системы и всего образа жизни является, пожалуй, беспрецедентным случаем.

Часто считается, что все эти преобразования были результатом последовательной и успешной экономической политики государства, чем и объясняется экономический успех Японии. В действительности не только это стало причиной роста. Правительство устранило препятствия для развития частного предпринимательства и дало первый толчок к преобразованиям, но в дальнейшем быстрое росте государство часто оставалось второстепенным фактором. Тяжёлая промышленность, пользовавшаяся постоянной поддержкой государства, внесла в общий экономический рост Японии гораздо меньший вклад, чем текстильная промышленность, в большинстве случаев не имевшая поддержки государства.

Влиятельные самураи – представители родовой аристократии из окружения императора (к началу правления Мицухито было всего лишь 16 лет) решили открыть Японию для Запада. Было приглашено более 2400 иностранцев из 23 стран для обучения японцев западным методам промышленного производства и торговли – на оплату приглашённых специалистов тратилось около 2% государственного бюджета⁶⁵⁶.

Интерес японцев к западным технологиям быстро вышел за пределы только лишь технологических знаний и распространился на экономические идеи. В 1878 г. Юкичи Тагучи опубликовал книгу «Политика свободной торговли для Японии», в которой развивал идеи Адама Смита и Ричарда Кобдена. Книга привлекала внимание и переиздавалась в те годы несколько раз. Юкичи начал издавать экономический журнал *Keizai Zasshi*, а в 1882 г. выпустил новую книгу *Keizai Zaku* – «Экономическая политика», критикуя политику экономического национализма, приобретавшую всё большее влияние в Японии.

⁶⁵⁶ Bernstein J. Japanese Capitalism / J. Bernstein // *Creating Modern Capitalism. How Entrepreneurs, Companies, and Countries Triumphed in Three Industrial Revolutions.* – Cambridge: Harvard University Press, 1997. – Ed. by T. McCraw. – P. 447–448.

В Японии, в отличие от Китая, инновации воспринимались легко и быстро, приводя к значительным изменениям в обществе и экономике – японская правящая элита охотно использовала все выгодные для себя европейские технологии. И хотя стратегия развития страны («фукоку-кехэй», «богатая страна – сильная армия») во многом была подобной китайской, в Японии способность к заимствованию европейского опыта была связана с высокой дисциплиной труда и организованностью, а также с отсутствием чрезмерно разветвлённого государственного аппарата и системы чиновников, тормозивших инновации в Китае⁶⁵⁷.

В 1872–1873 гг. была проведена аграрная реформа, отменившая государственную собственность на землю. Так была ликвидирована одна из важнейших основ «азиатского способа производства», и в Японии начала формироваться экономическая система европейского типа. Земля стала принадлежать крестьянам, и они должны были платить за неё налог, но уже не рисом, а деньгами. Это увеличивало зависимость крестьян от ростовщиков – всё чаще деньги для уплаты земельного налога приходилось брать в долг. Со временем переданные крестьянам земли переходили в собственность помещиков – к началу Первой мировой войны до 45% земли; а 70% крестьян стало из владельцев земли её арендаторами⁶⁵⁸.

Начало индустриализации

Индустриализацию приходилось начинать практически с нуля, и в её организации решающую роль сыграла активная государственная политика, направленная на создание промышленности. Государство имело повышенное значение, так как первоначальное накопление капитала не было завершено, финансовых ресурсов не хватало, а частных инвестиций в промышленность в первые десятилетия индустриализации практически не было. Кредиты выдавались ростовщиками под процент, в несколько раз больший, чем в странах Европы, и для владельцев капиталов было гораздо выгоднее вкладывать их в сфере финансовых услуг. Поэтому первые, так

⁶⁵⁷ Селищев Л. С. Китайская экономика в XXI веке. – СПб.: Питер, 2004. – С. 22–23. – <http://www.selishchev.com/china-book.files/china-books.html>. О различиях японского и китайского подходов к инновациям см.: Лал Д. Непреднамеренные последствия / Д. Лал. – М.: ИРИСЭН, 2007. – С. 171–172.

⁶⁵⁸ Конотопов М. С. Из тупика (Гл. 3. Опыт экономического развития Японии) / М. Конотопов, С. Сметанин. – М.: Академический проект, 2000. – С. 115.

называемые образцовые, предприятия (они должны были служить примером для других) создавались за счёт государства с помощью нанятых европейских специалистов.

Свободная торговля оказала сильное влияние на экономический рост. Вслед за импортными товарами, идеями и знаниями в страну начали проникать иностранные капиталы. Среди первых иностранных инвесторов были британцы, участвовавшие в финансировании постройки в 1870 г. железной дороги между Токио и Йокогамой, крупным портом, через который экспортировалась большая часть японского шёлка (в этом городе находился Йокогамский денежный банк, единственный банк, торговавший иностранной валютой).

Основным финансовым центром был город Осака, где была сосредоточена торговля хлопком. В годы экономических реформ сюда съехалось множество предпринимателей из Токио, Китая и стран Запада, основавших новые предприятия, в том числе хлопкопрядильный, бумажный, сталелитейный и другие заводы. В 1885 г. 10–12% всего японского промышленного капитала было сосредоточено в Осаке, а к концу 1890-х годов – около 30%.

Успехи частного предпринимательства стимулировали появление государственной программы поддержки промышленности. Такую программу, известную под названием *shokusan kogyo*, предложил Окубо Тошимичи, один из наиболее влиятельных министров эпохи Мэйдзи. Программа предполагала крупные бюджетные инвестиции в капиталоемкие отрасли тяжёлой промышленности, транспортной сети и связи. В 1871 г. была организована почтовая связь европейского типа между Токио и Осакой, после этого государственная программа предполагала создание телеграфной сети и транспортной инфраструктуры, преимущественно железных дорог. Предполагались государственные инвестиции в судостроение, производство строительных материалов и шёлка. К середине 1870-х годов японское правительство владело тремя судостроительными заводами, 51 торговым судном, 52 гражданскими заводами, двумя военными заводами, а также железными дорогами, протяжённостью всего 75 миль. В 1900 г. протяжённость железнодорожной сети выросла до 3,6 тыс. миль (2,8 тыс. миль принадлежали частным компаниям, 0,8 тыс. миль – государству)⁶⁵⁹.

⁶⁵⁹ Япония // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1901. – № 9. – С. 504–505.

За короткое время было построено большое количество государственных предприятий – железные дороги, телеграфная и телефонная сети, угольные шахты, медные и серебряные рудники, текстильные фабрики, верфи Нагасаки и Урага, металлургический завод «Екосука» и др. Но это истощило государственный бюджет. Большинство этих проектов оказалось неуспешными и убыточными⁶⁶⁰, а государственные предприятия эпохи Мэйдзи стали обузой для всей японской экономики, и как ни хотелось государственным чиновникам присвоить себе все успехи экономического подъёма, распространённые рассуждения о решающей роли государства в реформах Мэйдзи являются преувеличением. Государственные капиталовложения составляли к концу XIX в. лишь 12–14% всех инвестиций в японскую экономику. В дальнейшем государство избрало иную тактику и начало избирательно поддерживать отдельные наиболее перспективные частные компании, в частности крупные торговые дома Симода, Оно и Мицуи, но после отмены привилегий и субсидий из этих трёх торговых домов сохранился лишь Мицуи. В дальнейшем Мицуи и несколько других торговых домов превратились в огромные промышленно-финансовые конгломераты – «дзайбацу» (zaibatsu – «финансовая группа»)⁶⁶¹.

К тому же всё большее влияние среди акционерных банков приобретали Mitsui, Konoike, Sumitomo, Mitsubishi, тесно связанные с крупными промышленными предприятиями и ставшие осно-

⁶⁶⁰ Государственный цементный завод в Фукугаве обанкротился, стекольный завод в Шинагаве был убыточным, Токийская газовая компания также была убыточна. Особенно хорошо была заметна неэффективность государственных проектов при постройке железных дорог – при государственном финансировании они обходились в два раза дороже, чем построенные частными компаниями. В итоге к 1892 г. частными компаниями было построено 1320 миль железных дорог, государством – в два раза меньше. Для модернизации добычи железной руды в Камаиши государство потратило 2,5 млн иен на современное оборудование, но получило прибыли от продажи готового железа лишь 175,1 тыс. иен, после чего предприятие было признано убыточным и все работы приостановлены. Основная причина такого неэффективного инвестирования капиталов была в низком качестве управления, в отсутствии необходимых знаний и специалистов.

⁶⁶¹ Владелец фирмы «Митцуи», занимавшейся обменом денег, поддержал правительство, после чего фирме были предоставлены крупные и весьма выгодные подряды на поставки снаряжения для армии; «Мицуи» контролировала около 70% этих поставок и быстро пошла вверх. В судостроении монопольные привилегии получил Ивасаки Ятаро, основавший фирму «Мицубиси» и вскоре ставший самым богатым предпринимателем эпохи Мэйдзи. Подобным образом фирма «Сумитомо», занимавшаяся медью, за счёт привилегий, которые получил её владелец Хироси Сайхэй, вскоре превратилась в крупное современное производство, занимавшееся медью, углём, чаем и шёлком.

вой дзайбацу. В крупнейшие акционерные банки были вложены капиталы старых торговых домов (наиболее влиятельным из них был Mitsui), созданных древними самурайскими династиями⁶⁶².

После назначения на пост министра финансов Мацукаты Масайоши в 1881 г. был взят курс на сокращение государственных расходов, прекращение поддержки промышленности и приватизацию убыточных предприятий – как правило, по весьма небольшой цене⁶⁶³. После начала массовой приватизации государственные предприятия были проданы аристократическим семьям Ивасаки («Мицубиси»), Мицуи, Сумитомо, Аикава («Ниссан») и др., что усилило тенденцию формирования крупных финансово-промышленных групп дзайбацу (до 1930-х годов дзайбацу обычно не были акционерными компаниями и создавались по принципу партнёрства).

Так в 1880-е годы в Японии начался период быстрой индустриализации и экономического роста. С 1868 по 1911 г. объёмы экспорта выросли с 15,5 тыс. иен до 485,5 тыс.; импорта – с 10,7 до 572,0 тыс. иен.

Создание банковской системы

Для индустриализации Японии необходима была новая инфраструктура финансовых учреждений, способных аккумулировать капитал. Первым шагом в этом направлении было учреждение в 1869 г. государственной Официальной торговой организации (Tsusoshi), основавшей, в свою очередь, восемь новых финансовых учреждений – «обменных компаний» (kawase kaisha) в основных финансовых центрах – Токио, Йокогаме, Осаке, Киото, Кобе, Нии-

⁶⁶² Возникшие при покровительстве влиятельных аристократических семей, «дзайбацу» (существовавшие до конца Второй мировой войны, когда они были ликвидированы) состояли из холдинговой компании, находившейся обычно в семейной собственности, и группы дочерних фирм. Это были конгломераты из крупных банков и промышленных компаний, оказавшие значительное влияние на экономическую и финансовую системы Японии. Вместо них в Японии возникли финансово-промышленные группы нового типа – «кейрецу».

⁶⁶³ Так, в предприятие по добыче железной руды в Мамаиши государство вложило 2,4 млн иен, а продало его в 1887 г. за 12,6 тыс. иен. Подобных примеров было в то время множество, и можно только догадываться, насколько обогатились частные предприниматели, скупив по бросовой цене крупные предприятия, особенно связанные с добычей природных ресурсов. Средства, полученные от приватизации, Мацуката решил использовать на выплату национального долга, и он сократился с 245 млн иен в 1880 г. до 5 млн иен в 1890 г.

гата, Тсуруга и Отсу. Показательно, что в названии этих учреждений появилось слово *kaisha*, соответствовавшее западному понятию «компания».

Эти компании выпустили подобные облигациям ценные бумаги («золотые», «серебряные» и «медные» в зависимости от их конвертируемости на металлические деньги). Облигации «обменных компаний» могли обмениваться на государственные облигации, использовавшиеся для финансирования первых промышленных предприятий. Впрочем, облигациями эти бумаги можно было назвать лишь условно – они представляли собой нечто среднее между традиционными японскими хансацу и западными облигациями. Так же условно «обменные компании» можно было считать банками – они больше напоминали существовавшие ранее традиционные японские финансовые учреждения.

Банковская система современного типа в Японии начала создаваться после того, как в 1870 г. Хиробуми Ито, первый премьер-министр Японии и один из лидеров революции Мэйдзи, посетил США для знакомства с организацией американских банков (в 1860-е годы Х. Ито был одним из первых японцев, побывавших в Англии). В 1872 г. по инициативе Х. Ито был принят Национальный банковский акт (с дополнениями 1876 г.).

Японское банковское законодательство почти полностью повторяло американский *National Banking Acts of 1863* г., и первоначально в Японии предполагалось создание банковской системы американского типа⁶⁶⁴. Было основано пять национальных банков (*kokuritsuo ginko*), получавших названия по порядку своего учреждения – Первый национальный банк, Второй и т. д. Наиболее влиятельным из них был Первый национальный банк⁶⁶⁵. Новые банки должны были 60% своего капитала держать в 6% государственных облигациях *kinsatsu*, а на 40% могли выпускать банкноты⁶⁶⁶. Право эмиссии банкнот имели первые четыре из созданных японских банков (в том числе банк *Daiichi Ginko*, президентом которого стал известный предприниматель Э. Сибусава) из их совокупного капитала (3,45 млн иен) 2,07 млн находилось в распоряжении мини-

⁶⁶⁴ В этой модели существует большое количество банков с незначительной сетью локальных отделений. Эти сравнительно небольшие банки связаны с финансовым рынком через более крупные корреспондентские банки, что и дало название данной модели – *correspondent banking*.

⁶⁶⁵ Roberts J. Mitsui: Three Centuries of Japanese Business / J. Roberts. – N. Y.: Weatherhill, 1973. – P. 98–99.

⁶⁶⁶ Shibusawa E. The Development of Banking / E. Shibusawa/ Fifty Years of New Japan [Ed. S. Okuma]. 2 vols. Vol. 2. – N. Y.: Kraus, 1970. – P. 493.

стерства финансов. Остальные создаваемые японские банки получали соответствующее количество банкнот для использования их в качестве оборотного капитала при сохранении условия приобретения на 60% своего капитала государственных облигаций.

Обеспечение банкнот золотом вначале было недостаточным, и до 1876 года японские национальные банки имели ограниченные возможности в финансировании промышленности. После того как в 1876 году им было предоставлено право эмиссии банкнот, обеспеченных облигациями государственного займа, это привело к быстрому росту количества банков. В их создание были инвестированы средства самураев, в частности, 30 млн из 190 млн иен полученной ими компенсации⁶⁶⁷ (в 1880 г. 76% капитала японских банков принадлежало самураям). Сами самураи относились к такому вложению компенсации в банковскую систему как к хорошей возможности войти в мир бизнеса, соблюдая при этом самурайские нормы чести и не занимаясь непосредственно «низменной» по их представлениям коммерцией.

К концу 1870-х годов в Японии была создана сеть из 153 акционерных банков, а также большого количества мелких локальных квази-банков. Создание кредитоспособной банковской системы стало заслугой министра финансов Мацукаты Масайоши, занявшего этот пост в 1881 г.⁶⁶⁸ Однако неконтролируемая эмиссия банкнот и быстрое увеличение количества банков привели к росту инфляции в 1878–1881 гг. Возрастающая общая нестабильность банковской системы (особенно в 1877 г.) показала, что американская банковская модель не очень подходит для Японии. Было решено основать центральный Банк Японии (*Nippon Ginko*), начавший работу 10 октября 1882 г. – единственный банк, имевший право эмиссии банкнот. Банк был акционерным, но контролировался министерством финансов – половина акций принадлежала государству, а половина была распределена между частными инвесторами. В качестве образца при создании центрального банка был избран Банк Бельгии – ему была отдано предпочтение перед немецким Рейхсбанком, поскольку Германия, в отличие от Японии,

⁶⁶⁷ Hoshi T. *Corporate Financing and Governance in Japan: The Road to the Future* / T. Hoshi, A. Kashyap. – Cambridge (Massachusetts): MIT Press, 2004. – P. 20.

⁶⁶⁸ В 1880 г. был открыт Йокогамский денежный банк, специализировавшийся на иностранной валюте, в 1896 г. – Ипотечный банк, кредитовавший сельское хозяйство; в 1899 г. – Хоккайдский банк развития, финансировавший предприятия на острове Хоккайдо; в 1900 г. – Промышленный банк Японии, привлекавший японские и иностранные капиталы для инвестиций в промышленность.

была федеративным государством. Однако опыт немецких банков, в особенности в отношении создания резервного фонда, также был широко использован в Японии.

В 1897 г. в Японии было 1523 кредитных учреждения с капиталом 305 млн иен (среди них – 1098 акционерных банков с суммарным капиталом 211 млн иен; 215 сберегательных касс с капиталом 19,2 млн иен, 63 «национальных банка» с капиталом 13,3 млн иен и др.)⁶⁶⁹. К 1914 году сеть японских финансовых учреждений значительно увеличилась – количество банков достигло 2144, сберегательных касс – 644. Основной капитал японских банков составлял 775 млн иен, объём депозитов – 2 млрд иен. Средняя величина дивидендов в банках была высокой – 9,1–9,9%. Из акционерных банков одним из крупнейших был Йокогамский банк для внешней торговли с капиталом 48 млн иен, вкладами на 166 млн и высокими дивидендами – 12%. Для многих сельскохозяйственных и промышленных предприятий источником кредитов был Японский ипотечный банк с капиталом в 20 млн иен⁶⁷⁰.

После издания в 1893 г. Savings Bank Act (Акта о сберегательных банках) японская финансовая система дополнилась многочисленными частными сберегательными банками, но в период рецессии 1900-х годов их количество уменьшилось. Несмотря на первоначальное влияние американского банковского законодательства, развитие банковской системы в Японии пошло по другому пути – вместо большого количества мелких и средних банков, характерных для США, в Японии сформировалась тенденция концентрации банковского капитала, и в этом отношении японская модель напоминает немецкую. Японские банки не только являются основным источником финансирования промышленности, но и стали активными участниками рынка ценных бумаг, как государственных, так и корпоративных.

К 1900 году финансовая система в Японии в целом сложилась, и в ней под влиянием немецкой, бельгийской и французской банковских моделей возникло несколько специализированных банков – Ипотечный банк Японии (Hypotec Bank of Japan), Индустриальный банк Японии (Industrial Bank of Japan), Колониальный банк Хоккайдо (Hokkaido Colonial Bank) и Банк Тайваня (Bank of

⁶⁶⁹ Банки в Японии // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1898. – № 21. – С. 423.

⁶⁷⁰ Банковое дело в Японии // Коммерческое образование. – 1913. – № 3 (нояб.). – С. 135.

Taiwan). В финансировании промышленных предприятий основную роль играл Индустриальный банк Японии.

Первые облигационные займы

После того как «японская революция... приобщила... страну к европейской культуре... Японии приходилось в самый короткий промежуток насадить у себя... цивилизацию, которая медленно... накапливалась в старых европейских странах». Поскольку «государственное реформаторство всегда и везде вызывает крупные расходы, эпоха реформ сопровождается усиленным ростом государственной задолженности. Не избежала этой участи и Япония... быстрота государственного строительства, несколько войн... сказались на интенсивном росте государственной задолженности»⁶⁷¹. Япония пошла по пути, проверенному многими другими странами, выпустив государственные облигации, что стимулировало формирование японского рынка ценных бумаг, но и привело к быстрому увеличению государственного долга, выросшего с 4,8 млн иен в 1871 г. до 40,7 млн в 1873 г., 371,7 млн в 1895 г., 994,1 млн в 1904 г. и 2217,7 млн в 1906 г.⁶⁷²

Японские государственные облигации (номинированные в британских фунтах) были выпущены в Лондоне 23 апреля 1870 года на сумму 1 млн фунтов под 9% годовых со сроком погашения 13 лет (прибыльность следующего выпуска 1873 года снизилась до 7%). Средства от распространения этого займа были предназначены для постройки в Японии железных дорог. Японские облигации неплохо котируются на Лондонской бирже. В 1870 году их спред (0,063) был значительно выше, чем у российских облигаций (0,026)⁶⁷³. Размещение облигаций проводил банк Schroeder & Co. Посредником в размещении займа выступил британский дипломат Горацио Нельсон Лэй (Horatio Nelson Lay). Он хотел получить от японского правительства 120 тыс. фунтов (12% от суммы займа), из которых планировал заплатить 90 тыс. фунтов владельцам облигаций (9% прибыль), а 30 тыс. комиссионных оставить себе за посреднические услуги. Когда японское правительство узнало под-

⁶⁷¹ Боголепов М. И. Государственный долг (к теории государственного кредита). Типологический очерк. – СПб.: Изд-во О. Н. Поповой, 1910. – С. 19.

⁶⁷² Büchel H. Die Finanzen Japans / H. Büchel. – Essen: Bädeler, 1908. – S. 8–56.

⁶⁷³ Mauro P. Emerging markets and Financial Globalisation / P. Mauro, N. Sussman, Y. Yafeh. – Oxford: Oxford Univ. Press, 2006. – P. 50–52.

робности этого плана, оно отказалось от услуг Лэя, а также извлекло для себя ценный опыт взаимодействия с британским финансовым рынком⁶⁷⁴.

С 1870 по 1902 г. японские государственные облигации выпускались в Лондоне (5 выпусков с понижающейся прибыльностью от 9 до 5%), с 1904 по 1905 г. – в Лондоне и Нью-Йорке (три выпуска с прибыльностью от 6 до 4,5%), с 1905 по 1910 г. – в Лондоне, Нью-Йорке, Берлине и Париже (4 выпуска с прибыльностью 4,5–4%). К концу XIX в. эти облигации заняли устойчивое место на британском рынке ценных бумаг.

«Благоприятное финансовое положение Японии и восстановление в этой стране нормального денежного обращения делает её гораздо более кредитоспособной, нежели многие другие государства, наводнявшие в разное время европейские рынки экзотическими ценностями. В недавнее время фирмой Ротшильда в Лондоне приобретена была часть японского военного 5% займа на сумму 40 млн иен». Это был, вероятно, первый случай приобретения японских бумаг иностранными инвесторами, «но несомненно, что эти бумаги встретят хороший приём на европейских биржах, так как упомянутые облигации сначала котировались в Лондоне по 97%, а вскоре дошли до 100%».

Всего с апреля 1870 г. по февраль 1914 г. было выпущено 17 облигационных займов. Для привлечения внимания инвесторов к новым бумагам прибыльность была повышенной у первого займа 1870 г. (9%) и у второго 1873 г. (7%). Затем она снизилась до обычных в то время 5–4%. Срок погашения облигаций был различным, от 60 лет (12-й и 13-й займы 1910 г.) до одного года (14-й заём 1914 г.). Суммы займов также значительно отличались – от 30 млн фунтов (9-й заём 1905 г.) до 1,5 млн (14-й и 15-й займы 1913 г.) и 1 млн (первый заём 1870 г.). Среди целей выпуска облигационных внешних займов преобладали рефинансирование внутренних займов, финансирование постройки железных дорог, а также покрытие военных расходов. Размещением облигаций в Лондоне чаще всего занималась так называемая Лондонская группа банков (в этот синдикат входили Yokogama Specie Bank, Parr's Bank, Hongkong and Shanghai Bank)⁶⁷⁵.

⁶⁷⁴ Checkland O. Britain's Encounter with Meiji Japan, 1868–1912 / O. Checkland. – L.: Macmillan, 1989. – P. 38.

⁶⁷⁵ После Первой мировой войны было выпущено ещё 5 внешних займов – 18-й в феврале 1915 г. (5,75% сроком на 1 год на сумму 3 млн фунтов), 19-й в феврале 1924 г. (6,5% сроком на 30 лет на 30,8 млн фунтов), 20-й в феврале 1924 г. (6% сро-

Для привлечения сбережений иностранных инвесторов с 1899 г. выпускались облигации муниципальных займов Токио, Киото, Осаки, Йокогама и др. городов. Первым был 6% заём города Кобе на 26 тыс. фунтов, выпущенный в мае 1899 г. Через три года муниципальный заём выпустил город Йокогама (6%, 92 тыс. фунтов), затем в июне этого же года был выпущен заём Осаки (6%, 315 тыс. фунтов)⁶⁷⁶. В первые годы выпуска муниципальных займов среди британских инвесторов существовали сомнения в перспективности этих бумаг, связанные главным образом с назревающей Русско-Японской войной. После окончания войны облигации пользовались неплохим спросом в Лондоне. Всего с 1899 по 1912 г. было выпущено 13 муниципальных займов, размещавшихся преимущественно в Лондоне, а также в Париже (3 займа). Ещё три займа было выпущено в октябре и декабре 1926 г. (Токио и Йокогама), а также в марте 1927 г. (Токио), размещавшихся в Нью-Йорке. Среди британских посредников, размещавших займы, преобладал синдикат London Group⁶⁷⁷. Кроме того, с 1906 по 1913 г. было выпущено 12 облигационных займов различных японских компаний, среди которых лидировала как заёмщик компания Южно-Маньчжурской железной дороги (South Manchuria Railway)⁶⁷⁸.

ком на 35 лет на 25 млн фунтов), 21-й в мае 1930 г. (5,5% сроком на 35 лет на 14,6 млн фунтов) и 22-й в мае 1930 г. (5,5% сроком на 35 лет на сумму 12,5 млн фунтов). Все эти займы выпускались с целью рефинансирования внутренних займов (Bytheway S. J. *Investing Japan. Foreign Capital, Monetary Standards, and Economic Development, 1859–2011* / S. J. Bytheway. – Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 2014. – P. 91–95).

⁶⁷⁶ Suzuki T. *Japanese Government Loan Issues on the London Capital Market, 1870–1913* / T. Suzuki. – London: Athlone, 1994. – P. 146–162.

⁶⁷⁷ По количеству займов лидировала Йокогама (1902, 1907, 1909, 1912), затем шли Токио (1906, 1912), Киото (1909, 1912), Осака (1903, 1909), Нагойя (1909), Кобе (1899). Прибыльность облигаций вначале составляла 6%, после 1909 г. – в основном 5%, сроки погашения были различными, от 78 лет (Осака, 1903) до 8 лет (Йокогама, 1909). Суммы займов были в диапазоне от 9,1 млн фунтов (Токио, 1912) до 26 тыс. фунтов (Кобе, 1899) (Bytheway S. J. *Investing Japan. Foreign Capital, Monetary Standards, and Economic Development, 1859–2011* / S. J. Bytheway. – Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 2014. – P. 114–115).

⁶⁷⁸ Среди эмитентов были также Kansai Railway, Kanegafuchi Cotton Spinning Co., Industrial Bank of Japan, Matsui Muslin Spinning Co., Hokkaido Colonial Bank и др. Прибыльность этих облигаций была в диапазоне 7,5–4,5%, срок погашения составлял в среднем 20 лет, суммы займов были в диапазоне от 25 тыс. фунтов (хлопковая фабрика Матсуи) до 6 млн фунтов (компания Южно-Маньчжурской железной дороги, заём 1911 г.). Размещались эти облигации преимущественно в Лондоне, иногда в Париже (Bytheway S. J. *Investing Japan. Foreign Capital, Monetary Standards, and Economic Development, 1859–2011* / S. J. Bytheway. – Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 2014. – P. 126–127).

Внутренний облигационный рынок начал формироваться в 1870-е годы. Привилегированный класс самураев, состоявших на государственной службе и получавших жалование, после революции Мэйдзи был ликвидирован, а жалование самураев, выдававшееся квитанциями на рис, было заменено пенсиями. В 1873 году пенсии были отменены, и самураям начали выплачивать компенсацию – частично облигациями государственного займа 1870 г., дававшими самураям прибыль, сопоставимую с размером пенсий.

По данным 1876 г., численность самураев достигала 400 000 человек (5% японских домохозяйств) и всего им было выплачено 190 млн иен компенсации. Использование облигаций государственного займа – читсуроку (*chitsuroku*) дало возможность значительно снизить расходы из государственного бюджета на выплату самураям компенсации. А в 1876 году, после принятия в августе дополненного Национального банковского акта, было решено начать выпуск так называемых общественных (*public*) облигаций кинроку (*kinroku*). Самураев обязали принимать эти облигации при выплате компенсации. Облигации кинроку стали называть «самурайскими», а общий объём их эмиссии составил 174 млн иен⁶⁷⁹, что в пять раз превышало стоимость выпущенных к тому времени государственных облигаций и равнялось 40% ВВП Японии в 1876 г.⁶⁸⁰ Среди держателей «самурайских» облигаций были как сами самураи (39,9%), так и родовая аристократия (44,1%), а также предприниматели (16%)⁶⁸¹.

Многие самураи продавали облигации, а их покупателями становились банкиры и богатые землевладельцы. Так начал формироваться вторичный облигационный рынок. Полученные от компенсации средства самураи вкладывали в приобретение земельной недвижимости (что они могли сделать на льготных усло-

⁶⁷⁹ Hirschmeier J. The origins of entrepreneurship in Meiji Japan / J. Hirschmeier. – Cambridge (Massachusetts): Harvard University Press, 1964. – P. 54–55, 57; Hirschmeier J. The Development of Japanese Business: 1600–1973 / J. Hirschmeier, T. Yui. – London: Taylor & Francis, 2006. – P. 118.

⁶⁸⁰ Flath D. The Japanese economy / D. Flath. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – P. 31; Ranis G. The Financing of Japanese Economic Development / G. Ranis // The Economic History Review. – 1959. – Volume 11, Issue 3. – P. 440–454; Supple B. The experience of economic growth: case studies in economic history / B. Supple. – New York: Random House, 1963. – P. 410.

⁶⁸¹ Yamamura K. A Study of Samurai Income and Entrepreneurship: quantitative analyses of economic and social aspects of the samurai in Tokugawa and Meiji, Japan / K. Yamamura. – Cambridge: Harvard University Press, 1974. – P. 166.

виях), а многие инвестировали в создание банков, количество которых начало быстро расти.

Появление акционерных компаний и бирж

В 1872 г. в Японии было принято акционерное законодательство, и начали возникать первые акционерные компании (электротехнические компании, хлопкопрядильные фабрики Amagasaki, Kurashiki, Kanebo в портовых городах Осака и Амагасаки, и др.). Началось стремительное развитие японской промышленности, особенно электротехнической и текстильной. Текстильные акционерные компании были сосредоточены в основном в районе Осаки. Количество акционерных компаний быстро росло – в 1884 г. в стране их было 1298 (не считая мелких с капиталом менее 1000 иен), в 1893 г. – уже 4133, в 1898 г. – 7044, в 1900 г. – 8589.

Выпуск акционерными компаниями ценных бумаг создал потребность в организованном рынке ценных бумаг. Облигации и акции начали торговаться на первых японских биржах, созданных в Осаке и Токио в 1878 г. Работа бирж была урегулирована биржевым актом 1887 г. (дополненная версия которого была издана в 1893 г.), и, согласно акту, уставный капитал для создания биржи был определён в размере 30 000 иен. Вскоре количество бирж увеличилось до пяти в 1886 г. и 46 в 1897 году. Затем количество новых бирж уменьшилось до десяти и оставалось на таком уровне до Первой мировой войны. Владельцами Токийской биржи, первоначально организованной по принципу партнёрства (позже, в 1890-е, биржа была преобразована в акционерное общество) были Окума Шигенобу (в то время министр финансов Японии) и Эйити Сибусава – известный предприниматель эпохи Мэйдзи.

Побывав в 1867 г. в Европе на Парижской выставке, Э. Сибусава, которого часто называют «отцом японского капитализма», стал в начале XX века министром финансов и решил внедрить рыночную экономику в Японии, заручившись поддержкой в правительственных кругах. Вскоре он основал одну из первых в Японии акционерных компаний – торговую корпорацию «Сиюхокайсио», а потом участвовал в создании более 300 компаний (некоторые из них – Misuo Financial Group, – существуют и сегодня). Сибусава

был одним из инициаторов создания национального банка Японии⁶⁸².

Вначале спрос на акции был не всегда высок – известен случай железнодорожной компании Kyushu Tetsudo, основанной в 1888 г. с капиталом 11 млн иен, из которых 7,5 млн планировалось собрать за счёт акций. При номинальной стоимости акций 50 иен они продавались по 5 иен, но даже и за счёт этого в 1888 г. удалось распространить только 38% акций. Ситуация улучшилась лишь после того, как акции были включены в листинг бирж в Токио и Осаке⁶⁸³.

Сбережения и инвестиции

Особенностью аккумуляции финансовых ресурсов в эпоху Мэйдзи было преобладание государственных инвестиций (около 200 млн иен) над частными (около 150 млн иен). С 1914 г. частные инвестиции превысили государственные, но эта тенденция продолжалась лишь до начала 1920 г. Только в 1930-е годы уровень частных инвестиций (около 12 трлн иен в 1965 г.) стал устойчиво преобладать над государственными (около 5 трлн иен в 1965 г.). Кроме того, как государственные, так и частные инвестиции в эпоху Мэйдзи направлялись преимущественно в строительство⁶⁸⁴. Однако рост сбережений и, в целом, роль индивидуальных инвесторов в это время были ещё незначительны. В 1890 г. сбережения составляли 15% ВВП, в 1900 г. – 16%, в 1910 г. – 17%. Быстрый рост сбережений, характерный для Японии, начался позже – с 1920 г. (20%) и, особенно, с 1940 г. (25%).

В конце XIX века значительны были инвестиции в японские ценные бумаги сбережений иностранных инвесторов – 82,5% от

⁶⁸² Эйити Сибусава. Беседы дождливыми вечерами / Сибусава Эйити. – М.: Научная книга, 2002. – 248 с.

⁶⁸³ Hamao Y. Listing Policy and Development of the Tokyo Stock Exchange in the Pre-War Period / Y. Hamao, T. Hoshi, T. Okazaki. – 2006. – P. 22. – www2.eu-tokyo.ac.jp/~seido/DP/p68_Okazaki.pdf.

⁶⁸⁴ Темпы роста объёма частных инвестиций были подвержены значительным колебаниям – от 2,7% в 1902 г. до 14,0% в 1907 г. и 19,3% в 1908 г.; 2,6% в 1912 г.; 24,0% в 1915 г.; 9,8% в 1924 г.; 20,3% в 1935 г. Общий объём инвестиций составлял 12,75% ВВП в 1907 г.; 16,46% в 1917 г.; 35,68% в 1964 г. (несельскохозяйственные инвестиции – соответственно 5,68%; 11,78%; 21,98%) (Ohkawa K. Japanese Economic Growth: trend acceleration in the twentieth century / K. Ohkawa, H. Rosovsky. – Stanford: Stanford University press, 1973. – P. 33, 47).

общего объёма этих инвестиций было вложено в государственные японские облигации, 7,8% – в муниципальные облигации, остальное (более 9%) – в корпоративные облигации японских предприятий. Среди иностранных капиталов, вложенных в японские ценные бумаги, преобладали британские инвестиции.

Японская модель административного капитализма

На развитие рынка ценных бумаг в Японии значительное влияние оказала сложившаяся в эпоху Мэйдзи специфическая японская модель «административного капитализма», в котором повышенное значение имело государственное регулирование. Эта тенденция сформировалась ещё в начале реформ, когда государственная политика ориентировалась на стимулирование процессов модернизации японского общества, промышленности и финансовой системы.

Японскую модель нередко⁶⁸⁵ сопоставляют с немецкой моделью «нелиберального капитализма», учитывая как повышенную роль государственного регулирования рынков в Японии и Германии, так и приоритетное значение банков в качестве источников финансирования индустриализации. Но если в Германии возникновение «нелиберального капитализма» было связано с традицией средневековых корпоративных объединений, организованных по экономическому принципу, то в Японии – с основанной на личной преданности самурайской общине «йе». Это повлияло в дальнейшем на весь японский стиль ведения бизнеса и управления компаниями и на специфику развития ценных бумаг. Важное значение имело и формирование промышленно-финансовых групп – дзайбачу. Однако, как отмечают современные японские авторы, не следует чрезмерно преувеличивать миф об «особом японском капитализме» – в Японии в эпоху Мэйдзи сформировалась рыночная экономика, основанная на тех же принципах конкуренции, что и в остальном мире, а национальные традиции влияют на неё в такой же мере, как и во многих других странах.

И хотя распространено мнение, что до середины XX века в Японии не существовало развитого рынка ценных бумаг, в том

⁶⁸⁵ Sylla R. Networks and History's Generalizations: Comparing the Financial Systems of Germany, Japan, Great Britain, and the United States of America / R. Sylla, E. Wright // Business and Economic History Online. – 2004. – Vol. 2. – <http://www.bhe-net.org/~business/bheweb/publications/BEHonline/2004/SyllaWright.pdf>.

числе рынка акций, а контролирующие японскую экономику группы дзайбацу создавали для своих нужд собственные «карманные» (как их тогда называли) банки, эти банки не всегда были «карманными» и достаточно активно вкладывали капиталы в облигации железнодорожных и энергетических компаний.

С конца XIX в. основным источником финансирования предприятий стали акции (в среднем 60–65% финансирования в разные годы). Корпоративные облигации имели второстепенное значение (в среднем 9% в разные годы)⁶⁸⁶. Ускоренное развитие японской экономики и рынка ценных бумаг привело к тому, что с конца XIX в. Япония, как страна «молодого капитализма», стала одним из основных реципиентов западноевропейских инвестиций и в дальнейшем успешно вошла в группу стран с развитыми финансовыми рынками.

⁶⁸⁶ Juro T. Were the Banks Really at the Center of the Prewar Japanese Financial System? / T. Juro // Bank of Japan. Monetary and Economic Studies. – 2007. – Vol. 25. – № 1. March. – P. 52.

Belle Époque: прелюдия к глобализации

Эпоха экспорта капитала

Первая глобализация

Общепланетарная сеть экономических связей (начавшая возникать ещё в 1850–1870-е годы во время расцвета свободной торговли), в полной мере сформировалась в эпоху экспорта капитала. Это время общего экономического подъёма, «сорок мирных лет» между франко-прусской войной и началом Первой мировой войны (*Belle Époque*, как говорили тогда, – «Прекрасная эпоха») нередко называют «первой волной» глобализации.

«Начался подъём, который во всех странах Европы был ощущен почти в равной мере... Уровень жизни возростал, и это чувствовалось во всём... Выигрывал тот, кто рисковал... чем смелее, чем безрассуднее затевалось предприятие, тем вернее оно окупалось. И от того на мир снизошла упоительная беззаботность, ибо что же могло прервать этот подъём, остановить взлёт, черпавший в самом себе всё новые силы?.. Мир стал не только прекраснее, но и свободнее... раньше за границу выезжали только избранные, теперь банковские клерки и мелкие ремесленники предпринимали путешествия в Италию, во Францию... люди почувствовали себя увереннее, в них появилась небывалая отвага, они стали смелее в странствиях, безрассуднее в жизни»⁶⁸⁷.

«Торговля и промышленность, общение через письма и книги, общность всей высшей культуры, быстрая перемена дома и местности, теперешняя кочевая жизнь всех не-землевладельцев» – всё это, по словам Фридриха Ницше, вело к «уничтожению наций, по крайней мере европейских», и появлению «европейского человека» несмотря на то, что «этой цели сознательно или бессознательно... противодействует обособление наций» вследствие разжигания «национальной вражды»⁶⁸⁸.

⁶⁸⁷ Цвейг С. Вчерашний мир. Воспоминания европейца / С. Цвейг. – М.: Радуга, 1991. – 377 с. – http://www.belousenko.com/wr_Zweig.htm.

⁶⁸⁸ Ницше Ф. Человеческое, слишком человеческое / Ф. Ницше // Соч. в 2 т. Т. 1. – М.: Мысль, 1990. – С. 447–448.

Процессы глобализации, в том числе финансовой, во многом напоминая следующий период глобализации в конце XX века, ускорились в 1875–1914 гг., в «эру золотого стандарта», обеспечившего финансовую стабильность этих десятилетий. Открытость мира и его доступность были связаны с революцией в развитии транспортной сети и в передаче информации, что дало возможность свободного перемещения людей и капиталов.

Это был наиболее очевидный признак начала периода глобализации, несмотря на усиление государственного протекционизма в международной торговле в 1880-е годы⁶⁸⁹. Для живших в то время это была действительно *Belle Époque* – «Прекрасная эпоха» с периодом общего экономического подъёма в 1890–1914 гг. и расцветом среднего класса, пользовавшегося потребительскими благами этого подъёма, – эпоха, которую Стефан Цвейг, оглядываясь в прошлое из тревожного и мрачного времени 1930-х годов, назвал «вчерашним миром» – миром либерального космополитического оптимизма, навсегда оставшимся в прошлом в преддверии приближающейся новой мировой войны. Символами того безмятежного времени стали кафе на парижских бульварах, Эйфелева башня и знаменитый лайнер «Титаник».

К началу Первой мировой войны мир *Belle Époque* был одновременно и глобализованным, и разобщённым. Когда Лондон был признанной мировой столицей капитала, финансовая система, основанная на золотом стандарте, казалась прочной и непоколебимой, хотя и тогда у нарастающих процессов глобализации и мобильности капиталов было немало противников, призывавших к протекционизму в торговле.

За счёт экспорта европейского капитала потоки инвестиций охватили своей сетью все континенты: капиталы вкладывались в плантации каучука в Малайе и хлопка в Египте, металлургические заводы в Российской империи, выращивание пшеницы в Канаде, разведение скота в Аргентине, добычу золота и алмазов в Южной Африке; в постройку Панамского и Суэцкого каналов, морских портов в Индии, железной дороги Берлин–Багдад и многие другие подобные проекты. Мировые потоки капитала контролировались связанными между собой знаменитыми финансовыми династиями Barings, Brown Shipley, Hambros, Kleinworts, Lazards, Morgan Grenfell, Rotschids, Schroeders и другими.

⁶⁸⁹ Первые протекционистские тарифы на сельскохозяйственную и промышленную продукцию были введены в 1879 г. в Германии, в 1892 г. – во Франции, и только Англия оставалась верна принципам свободной торговли.

Время в конце XIX – начале XX в. стало периодом кульминации глобализационных процессов, начавшихся вскоре после наполеоновских войн. Рост глобализации был многосторонним – международная торговля, экспорт капитала, трудовая миграция, обмен информацией и т. п., – оказывая глубокое влияние и на мировую, и на европейскую экономики. В 1870 г. зарубежные активы составляли 7% мирового ВВП, в 1900–1914 гг. – почти 20%. В дальнейшем объем зарубежных активов значительно сократился, и в 1930 г. составлял 8%, в 1945 г. – 5%, в 1960 г. – 6% и только в 1980 г. вырос до 25% (в 1990 г. до 49% и в 2000 г. до 92%). В Великобритании в 1913 г. в иностранных активах (преимущественно ценных бумагах) находилось 32% ВВП. На протяжении 40 лет зарубежные британские инвестиции достигали 30% сбережений, и около 4% ВВП ежегодно направлялось на формирование иностранных активов, что по сравнению с другими странами было беспрецедентным явлением⁶⁹⁰. Особое значение в формировании системы торговых маршрутов «первой глобализации» имели порты Атлантического океана, связавшие Великобританию, Францию, Испанию, Португалию и другие европейские страны со Средиземноморьем, Африкой, Северной и Южной Америками⁶⁹¹.

Две трети британского капитала инвестировались в другие страны, и на Лондонской бирже перед войной обращались облигации 57 стран. Портфели ценных бумаг крупных финансовых компаний поражали своей географической диверсификацией – так, лондонская компания N. M. Rothschild & Sons перед началом войны вкладывала капиталы в ценные бумаги многих стран мира. Это были правительственные облигации Венгрии, Германии, Египта, Испании, Италии, Норвегии, Турции, Чили, Японии, а также одиннадцати железнодорожных компаний (из них четыре аргентинских, две канадских, одна китайская). Ценные бумаги всех стран мира были доступны не только для крупных компаний, но и для рядовых мелких инвесторов, особенно в Лондоне, где издавались даже руководства для мелких инвесторов по выгодному вложению сбере-

⁶⁹⁰ Кембриджская экономическая история Европы Нового и Новейшего времени. В 2 т. Т. 2. 1870 – наши дни. – М.: Изд-во Института Гайдара, 2013. – С. 22–23.

⁶⁹¹ *Atlantic Ports and the First Globalization, 1850–1930* / Ed. by M. S. Bosa. – N. Y.: Palgrave – Macmillan, 2014. – P. VII–VIII, 16.

жений в иностранные бумаги⁶⁹². По словам Кейнса, обычный житель Лондона мог без всякого труда и риска для себя вложить капиталы в разных частях мира в новые предприятия или в добычу природных ресурсов, получая свою часть прибыли⁶⁹³.

Надёжность ценных бумаг колоний для британских инвесторов обеспечивалась законом «О колониальных займах» (Colonial Loans Act, 1899) и законом «О колониальных акциях» (Colonial Stock Act, 1900), по которым облигации колоний имели те же гарантии, что и британские консоли – бессрочные государственные облигации. Причина привлекательности колониальных бумаг для британских инвесторов была не только в этом: Британская империя насаждала в своих колониях и странах, косвенно от неё зависимых, свою систему законов и институтов, в основном касающихся защиты прав собственности, а также свободной торговли. Поэтому принудить к уплате заёмщика из колоний было проще, чем из независимых стран Европы. Далёкая Родезия могла разместить в Лондоне облигации, по надёжности мало чем отличающиеся от британских. Поэтому неудивительно, что инвестор из Лондона вполне мог предпочесть облигации Нигерии, не гарантированные британским правительством, облигациям Лондонско-Северовосточной дороги (London and North-Eastern Railway).

До начала Первой мировой войны в 1914 г. центром притяжения в мировой финансовой системе была экономика Британской империи, хотя по таким показателям, как объём ВВП и ВВП на душу населения, она к концу XIX в. перестала быть лидирующей и её обогнала экономика США. В 1870 г. британский ВВП (в долларах 1985 г.) составлял 82 млрд, ВВП США – 90 млрд; в 1913 г. – 184 млрд и 472 млрд долларов соответственно. По такому показателю, как ВВП на душу населения, в 1870 г. Великобритания (2610 долларов) ещё несколько опережала США (2247 долларов), но к 1913 г. заметно отстала (4024 доллара против 4854 долларов в США)⁶⁹⁴. Перестала лидировать Великобритания и по объёму промышленного производства – в 1880 г. её обогнали США, а в 1905 г. Германия.

⁶⁹² Lowenfeld H. Investment practically considered / H. Lowenfeld. – London: The Financial review of reviews, 1909; Lowenfeld H. The Investment of Trust Funds is the Safest and Most Productive / H. Lowenfeld. – London, 1911 (reprint – Nabu Press, 2012).

⁶⁹³ Keynes J. M. The Economic Consequences of Peace / Keynes J. M. – Los Angeles: Indo-European Publishing, 2010. – P. 6.

⁶⁹⁴ Maddison A. Dynamic Forces in the Capitalist Development / A. Maddison. – Oxford: Oxford University Press, 1991. – 6–7, 199.

В начале XX в. британское лидерство сохранялось в международной торговле и в сфере финансов. Объём международной торговли Великобритании в 1913 г. достигал 13% общемирового, а её торговый флот был крупнейшим в мире. Большая часть взаиморасчётов по торговым операциям проходила через Лондон. Кроме того, Великобритания была лидирующим экспортёром капитала (42% мирового экспорта капитала), большая часть которого поступала в страны Северной и Южной Америк. В начале XX в. британский фунт стерлингов был основной международной торговой и резервной валютой, представляя собой основу системы золотого стандарта. В то время для всех было очевидно, что лондонский Сити – финансовый центр мира, где можно найти наиболее широкий набор финансовых услуг по выпуску и организации размещения облигаций иностранных займов, кредиты для финансирования международных торговых операций и любые другие кредиты, широкий выбор страховых услуг для товарных и финансовых операций, услуги аудита и всевозможные юридические услуги.

Несмотря на такое явное доминирование лондонского Сити, не только британские финансовые институты и банки были крупнейшими в мире. Французские банки нередко превосходили их по размеру и по количеству филиалов в различных странах мира, а также по объёмам размещаемых иностранных займов (в особенности займов Российской империи). В то же время французские банки гораздо больше, чем британские, находились под влиянием государства, а на иностранные инвестиции Франции (20% мирового экспорта капиталов) политика правительства влияла намного заметнее, чем в Великобритании. Франк считался второй резервной валютой, а Банк Франции с его значительными золотыми запасами был одной из важнейших опор мировой финансовой системы эпохи золотого стандарта. Париж как финансовый центр долгое время боролся за первенство, но к началу XX в. пришлось признать, что он уступает Лондону.

На третьем месте по финансовому влиянию в эпоху «первой глобализации» была Германия (13% общемирового объёма иностранных инвестиций). Крупные немецкие универсальные банки (с которыми обычно ассоциировалась в то время Германия) проводили успешную политику расширения сферы своего влияния, открывая многочисленные отделения по всему миру.

На четвёртом месте была финансовая система США, в начале XX в. крупнейший держатель иностранных ценных бумаг (8% общемирового объёма). Однако Нью-Йорк, ставший крупным финан-

совым центром, до начала Первой мировой войны всё ещё больше ориентировался на роль реципиента европейского капитала, чем экспортёра.

Крупным реципиентом капитала была Российская империя, где Петербург стал значительным финансовым центром (три наиболее влиятельных петербургских банка – Русско-Азиатский, Международный коммерческий и Торгово-промышленный – входили в 30 основных банков мира). Российскую империю по темпам роста в начале XX в. нередко сравнивали со США, хотя это сравнение было уместно разве что в отношении темпов экономического роста. Российская империя гораздо больше зависела от иностранного капитала, особенно от французского, а чрезмерная роль государства в управлении экономикой постоянно отклоняла эволюцию этой крупной финансовой системы в сторону от рыночных принципов.

Другие страны обладали меньшим экономическим и финансовым потенциалом, хотя в эпоху экспорта капитала сформировались новые, динамично развивающиеся финансовые центры в Азии – Гонконг, Шанхай, Йокогама, Бомбей и Калькутта. Рост этих центров был связан с деятельностью могущественных торговых компаний, преимущественно британских, и с созданием новых банков, некоторые из них (в особенности Шанхайский) проводили вполне самостоятельную региональную политику.

Глобализация коснулась в это время даже далёкого Китая, в начале XX в. привлёкшего в Европе всеобщее внимание. Политическая дестабилизация в огромной стране, население которой в то время составляло 300–400 млн чел., сделала реальными перспективы усиления европейского влияния в «Поднебесной Империи», переживавшей период экономического упадка⁶⁹⁵. С помощью европейских банков к концу XIX в. Китаем было выпущено десять внешних облигационных займов на общую сумму 1496 млн франков⁶⁹⁶. Продолжался выпуск внешних займов и в начале XX века⁶⁹⁷.

⁶⁹⁵ С одной стороны, к влиянию в Китае стремилась Франция, колонии которой были в соседних регионах Индокитая; с другой – Российская империя, имевшая с Китаем общую границу. Европа предоставляла Китаю капиталы, приобретая облигации, обеспеченные таможенными или железнодорожными доходами.

⁶⁹⁶ Первый китайский внешний заём был выпущен в 1887 г. под 5,5% годовых в Германии; второй под 7% – в 1894 г. на 41 млн франков (размещением облигаций занималась английская финансовая компания Hongkong and Shanghai Banking Corporation). Третий 6% заём на 75 млн франков был размещён в 1895 г. компанией Jardine, Matheson & Co; четвёртый 6% на 50 млн – компанией Arnold, Carberg & Co; пятый 6% на 3 млн фунтов размещался Hongkong and Shanghai Banking Corporation; шестой 4%, выпущенный также в 1895 г. на 400 млн франков, был гарантирован

За длительную историю финансовой системы Китая в нём сложилась, как и в Японии, разветвлённая система самобытных финансовых организаций. «Местные банки, достигшие замечательного развития», представляют собой хорошо организованную систему, «гораздо более совершенную, чем можно было бы подумать, не зная их значения и организации. Они пользуются полной свободой, причём важнейшие из них учётные и вкладные». Операции китайских банков состоят в «учёте, вексельных сделках, ссудах под недвижимое имущество и товары, в торговле драгоценными металлами, в краткосрочных ссудах... многие из этих банков являются клиентами западноевропейских банков»⁶⁹⁸. В конце XIX века в Китае началось создание железнодорожной сети, и с 1895 по 1900 г. иностранным инвесторам были выданы концессии на постройку 10 тыс. километров железных дорог, в том числе России на постройку Китайско-Восточной железной дороги в Маньчжурии, а франко-бельгийскому и англо-американскому синдикату – на постройку Великой китайской центральной дороги между Пекином и Кантоном⁶⁹⁹. В начале XX в. западные инвесторы обильно снабжа-

Россией и размещён во Франции. В следующем 1896 году было выпущено ещё два таких же крупных займа под 5 и 4,5%, размещавшихся группой англо-германских банков (Китай // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1899. – № 30. – С. 140).

⁶⁹⁷ По сообщениям финансовой прессы, в 1913 г. «удалось в конце концов составить синдикат для реализации» очередного займа, «столь необходимого Китаю. Подписка на заём уже объявлена в Англии, Франции, Германии, России и Японии, несмотря на противодействие китайского парламента, объявившего заём недействительным... Заём выпускается не на 60 млн фунтов, как первоначально предполагалось, а только на 24 млн фунтов, условия займа чрезвычайно тяжёлые, при 5% норме и выпускном курсе 89,5 за 100 Китай получит не более 80%, так что в его распоряжении останется всего около 185 млн руб. на наши деньги, но из этой суммы... по условиям займа львиная доля останется в Европе для уплат по прежним китайским займам... Принимает участие в займе и Россия, хотя и в ничтожной сумме 26 млн руб. (Мигулин П. П. Китайский заём // П. П. Мигулин // Новый экономист. – 1913. – № 19. – С. 3–5).

⁶⁹⁸ Леви Р.-Г. Финансы Китая. Ч. 1–3 / Р.-Г. Леви // Вестник финансов, промышленности и торговли, 1901. – № 18. – С. 257.

⁶⁹⁹ «Очень вероятно, что железные дороги дадут прекрасные результаты» в Китае, где «население многочисленно и очень охотно передвигается; примером тому могут служить другие азиатские государства, например Япония», где железные дороги «приносят до 10%» дохода. «Постройка железных дорог будет иметь для Китая то же значение, которое она имела для Америки, она окажется толчком и орудием экономической революции» (Леви Р.-Г. Финансы Китая. Ч. 4–5 / Р.-Г. Леви // Вестник финансов, промышленности и торговли, 1901. – № 19. – С. 303–305).

ли финансовыми ресурсами Китай⁷⁰⁰, особенно Франция, делавшая это в своих политических интересах⁷⁰¹.

Влияние глобализации ощущалось тогда во многих странах, ранее закрытых и изолированных. Французские инвесторы наводнили Турцию, начав строить там железные дороги; в те годы в центре Стамбула было построено немало зданий в парижском стиле,

⁷⁰⁰ «Запугивание чрезмерно низкой стоимостью рабочих рук в Китае не заслуживает внимания; в настоящее время на мировом промышленном рынке господствует Северная Америка, в которой заработная плата в среднем вдвое выше, чем в Европе. Не о «жёлтой опасности» следует говорить, а о «жёлтом рынке»; в Китае мы найдём громадную территорию для эксплуатации, громадное число новых покупателей для нашей торговли и промышленности». А так как «прочным может быть лишь мирное завоевание», то Франция совершит его в Китае «учреждением финансовых и промышленных предприятий, банкирских и торговых домов». За счёт этого можно будет обеспечить в Китае «такую устойчивость в финансовом отношении, при которой капиталисты смогут спокойно доверить свои сбережения» и будет достигнута цель – «распространение французских капиталов» (Леви Р.-Г. Финансы Китая. Ч. 4–5 / Р.-Г. Леви // Вестник финансов, промышленности и торговли, 1901. – № 19. – С. 305). «Россия уже испытала на себе последствия этой политики, снабдив ресурсами Японию при помощи своей союзницы Франции после японо-китайской войны 1894 года. Если бы Япония не получила тогда реализованной с помощью России китайской контрибуции в размере 850 млн франков, то несомненно бедная собственными капиталами и не пользовавшаяся никаким кредитом Япония не могла бы приобрести за границей того флота, который разгромил в 1904–1905 гг. русский флот в водах Дальнего Востока». Но «Китай – величина совершенно иных размеров и иного рода, нежели Япония. Китай грозит действительной опасностью... для всех тех держав, которые теперь так заботятся о возрождении Китая». «Россия всегда жила в мире с Китаем, но столкновение с Россией будет неизбежным, если Китай начнёт двигаться к северу и угрожать безопасности нашей азиатской границы». Поэтому «России следует рекомендовать величайшую осторожность в отношении к Китаю», так как «китайской дружбы нам всё равно не приобрести». Поэтому и участие России в очередном китайском займе 1913 года «наводит на размышление». Хотя экономически возродиться «на эти деньги Китай, конечно, будет не в состоянии, но приобрести для себя оружие и несколько устроить свою армию возможно и с помощью сравнительно небольших сумм» (Мигулин П. П. Китайский заём // П. П. Мигулин // Новый экономист. – 1913. – № 19. – С. 3–5).

⁷⁰¹ По сообщениям прессы в марте 1913 года, «в ближайшем будущем предстанит в Париже выпуск акций Banque Industrielle de Chine. Акционерный капитал учреждаемого банка был 45 млн франков, он был разделён на 90 тыс. акций по 500 франков. Устав банка, утверждённый китайским правительством, предусматривал 5% прибыли использовать для образования резервного капитала, 6% на выплату дивидендов. «Китайское правительство подписалось на треть основного капитала и сохраняет за собой права на треть акций последующих выпусков». Сфера деятельности банка была весьма обширной и включала в себя «все банковые и финансовые операции во всех странах, главным образом – осуществление всякого рода соглашений с китайским правительством», а также «денежные операции правительства... банковские операции, финансирование предприятий» (Китайский промышленный банк // Новый экономист. – 1913. – № 11 – С. 9–10).

напоминающих и сегодня о французском влиянии. До неузнаваемости преобразились Буэнос-Айрес и Монтевидео. Особенно заметным было влияние глобализации в Каире.

Путешественникам начала XX века (как и путешественникам начала XXI в.) легко было почувствовать, что весь мир пронизан переменами. Расстояния стремительно уменьшались, далёкие страны оказывались намного более доступными, чем можно было подумать – достаточно было купить билет на пароход в Лондоне или Марселе и запастись терпением на время плавания в Индокитай, Южную Америку или какую-нибудь страну Африки. Влияние глобализации ощутили даже страны, где время, казалось, давным-давно остановилось – в том числе Египет. В начале XX века он чем-то напоминал современный Китай, наглядно доказывая, что быстрый экономический рост возможен не только в странах Европы.

Среди тех европейцев, которые путешествовали по миру, Египет с конца XIX века стал модным местом (таким же, каким немного раньше была Мадейра). Не говоря уже о некотором очаровании самой этой пустынной страны с развалинами давно исчезнувшей и не очень понятной европейцам цивилизации, во времена Belle Époque Египет стал для европейцев легкодоступным. Страна, долгое время изолированная от Запада, после египетского похода Наполеона открылась для европейцев, а после того как она окончательно вышла из-под влияния Османской империи и превратилась в британский протекторат, началось её быстрое экономическое развитие. Так Египет на недолгое время превратился в самую космополитическую страну мира. Многих привлекала особая «колониальная атмосфера» Каира, и в этом городе можно было встретить множество предпринимателей и авантюристов из самых разных стран, хотевших разбогатеть на египетском буме. Они инвестировали капиталы в хлопок, железные дороги, банки, сахар и даже в туризм (британская туристическая компания «Томас Кук» начала рейсы круизных пароходов по Нилу). К началу XX в. центр Каира приобрёл вполне европейский вид с банками, отелями, дорогами, магазинами, телефонными и телеграфными компаниями; архитектура новых домов и широкие бульвары напоминали Париж. Египет жил не по средствам, расходуя займы на роскошь (кризис 1907 г., хотя и недолгий, ещё раз напомнил об этом), но никому не хотелось отказываться от такого пути. Одной из главных причин быстрого развития Египта был дефицит хлопка, возникший во время гражданской войны в США (ранее хлопок импортировался

из южных штатов через Новый Орлеан). На хлопок был большой спрос, и Египет быстро превратили в огромную хлопковую плантацию. А постройка Суэцкого канала, значительно сократившего торговые пути в Индию и другие страны того региона, привлекла к стране всеобщее внимание инвесторов. Возможно, Египет даже стал бы второй Японией, но правитель Исмаил-паша слишком стремился к личному обогащению и набрал такое количество внешних займов, что дефолт был неизбежен. Исмаилу-паше пришлось продать иностранцам свои 44% акций Суэцкого канала, и чтобы восстановить платёжеспособность Египта по внешним займам с 1883 г. страна перешла под контроль британцев. Хотя формально страной правил всё тот же Исмаил-паша, практически за его спиной стоял Эвелин Бэринг, один из крупнейших английских финансистов. Бэринг хорошо знал своё дело, и в начале XX в. объём инвестиций, вложенных в Египет, сравнительно небольшую страну (большая часть которой покрыта пустынями), превысил капиталы, поступившие в британскую Индию. Только лишь за три года номинальная стоимость египетских акций выросла в пять раз, и было образовано более 150 новых компаний с общим капиталом 43 млн фунтов; спрос на эти бумаги снова стал ажиотажным.

Ни «кризис Бэрингов» 1890 г., ни «американский кризис» 1907 г., ни даже предвоенный кризис 1914 г. существенно не изменили состояние мировой финансовой системы. Изменилась эта расстановка только за годы Первой мировой войны, когда быстро возросло значение США. Из должника с долговыми обязательствами в 3 млрд долларов в 1913 г. к концу войны США превратились в кредитора, и к 1919 г. другие страны были должны им 4,5 млрд долларов. Так возникла новая расстановка сил на мировых финансовых рынках, определившая всю финансовую политику 1920-х годов. Это был период первой реальной и вполне успешной глобализации, основанной на золотом стандарте. В 1870–1913 гг. экспорт из основных развитых стран рос в среднем на 6% в год, беспрецедентные масштабы приобрела трудовая миграция: в 1881–1915 гг. из Европы уехало 32 млн человек, преимущественно в США, совокупные иностранные инвестиции достигли к 1914 г. огромной по тем временам суммы – 9,5 млрд фунтов⁷⁰².

⁷⁰² Capie F. Disintegration of the International Economy Between the Wars / F. Capie // The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today [Ed. by N. Crafts, P. Fearon]. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – P. 140.

Если сравнить эту сумму, соответствовавшую по курсам 1913 г. 46,33 млрд долларов (1 трлн долларов по курсам 2008 г.)⁷⁰³, с объёмом совокупных иностранных инвестиций в 2008 г. (1,7 трлн долларов по официальным данным UNCTAD)⁷⁰⁴, то можно оценить весь масштаб инвестиционных потоков капитала в эпоху «первой глобализации», не намного отстававших от времени «второй глобализации».

Вся история мировой финансовой системы в конце XIX – начале XX в. была подчинена общей тенденции нарастания глобализации, и к началу XX в. сформировалась в большой степени интегрированная мировая экономика, объединённая потоками капиталов, товаров и мигрирующей рабочей силы. В то время глобализация и сопровождавшая её интеграция рынков капитала, товаров и труда в различных странах были не меньшими, чем в конце XX в., а в некоторых своих проявлениях, возможно, даже и большими. Свободных капиталов для инвестирования в различных странах было более чем достаточно. Трудовая миграция в начале XX в. была интенсивнее, чем в начале XXI в. В 1910 г. 14% граждан США родились за пределами своей страны, в 2003 г. – 12%⁷⁰⁵. В начале XX в., до начала Первой мировой войны миллионы жителей Европы переселились в другие страны – многие по личным причинам, но чаще по экономическим. Вместе с экспортом капитала и переносом производства в колонии (прежде всего из Великобритании в Индию) начался и экспорт трудовых ресурсов⁷⁰⁶.

Насколько устойчива была либеральная мировая экономика начала XX века? И могла бы глобализация продолжаться, если бы Первая мировая война не прервала этот процесс, либо в ней самой были такие действующие силы, которые всё равно бы подорвали мировую экономическую интеграцию независимо от войны? Сама глобализация породила сильное сопротивление «миру без границ»,

⁷⁰³ US Inflation Calculator. – www.usinflationcalculator.com.

⁷⁰⁴ Мировой объём иностранных инвестиций в 2009 г. упал на 39% – до 1 трлн долл. – <http://news.finance.ua/ru/~1/0/all/2010/01/20/184571>.

⁷⁰⁵ Chiswick B. International Migration and the Integration of Labor Markets / B. Chiswick, T. Hatton // *Globalization in Historical Perspective* [Ed. M. Bordo]. – Chicago: University of Chicago Press, 2007. – P. 65–120.

⁷⁰⁶ Процессы миграции были прерваны началом войны, а также принятием в 1920-е годы более жёсткого иммиграционного законодательства в США. С 1901–1915 гг. из Европы в США, Канаду и другие страны Америки ежегодно уезжало 1,3 млн человек, в 1916–1920 гг. – 0,4 млн, в 1920-е годы – 0,6 млн ежегодно (всего в двадцатые годы уехало 6–7 млн человек). В 1930-е годы, во время депрессии, миграция из Европы сократилась до 130–140 тыс. в год (Фишер В. Европа: экономика, общество и государство. 1914–1980 / В. Фишер. – М.: Владос, 1999. – С. 49).

в котором размывалась власть и влияние национальных государств, вызвав волну экономического национализма, протесты против трудовой миграции и призывы к протекционизму в торговле⁷⁰⁷.

Соппротивление процессам глобализации в значительной мере подтолкнуло к Первой мировой войне, ставшей реакцией на ослабление влияния национальных государств из-за интеграции рынков капитала. Неслучайно границы начали закрываться, а импортные тарифы расти ещё задолго до 1914 г., с начала XX в. Слишком много было консервативно настроенных противников глобализации, включая европейских землевладельцев и производителей сельскохозяйственной продукции, которым был совершенно не нужен её импорт из Канады, Аргентины или других удалённых развивающихся стран, несмотря на общую экономическую выгоду.

В 1914 году, накануне начала Первой мировой войны, многие отказывались верить в саму возможность войны между европейскими государствами. Финансовые рынки чувствовали себя в целом неплохо, и большинство инвесторов не допускало даже мысли о войне. Для всех было очевидным, что война – это экономическое самоубийство. Когда война уже началась, она казалась всем кошмаром, охватившим многие страны, и никому не было понятно, как могла произойти такая катастрофа. Охватив на несколько лет значительную часть мира, война уничтожила многое из созданного за предыдущие несколько десятилетий общего подъёма и расцвета глобализации. Погибло 8,5 млн человек и 8 млн было искалечено, в основном это были молодые люди – поколение, выросшее в эпоху процветания, глобализации и открытости мира – те, для кого война стала наиболее невыносимым и драматическим событием.

И хотя Ирвинг Фишер, знаменитый в 1920-е годы американский экономист, со свойственным ему оптимизмом утверждал в 1918 г., что «человечество попытается спасти и сберечь всё, что

⁷⁰⁷ Негативная реакция на глобализацию начала проявляться ещё с 1870-х годов. Если в середине XIX века все в целом позитивно относились к идее свободной торговли и снижению торговых издержек, то затем стало приходить понимание, что свободная торговля нередко оказывается невыгодной для многих местных производителей, усиливая конкуренцию со стороны импортных товаров. В Германии в 1879 г. Бисмарк ввёл протекционистские тарифы на продукцию сельского хозяйства и промышленности; тарифы были повышены во Франции в 1880 и 1892 гг., в Швеции в 1888 и 1892 гг.; в Италии в 1878 и 1887 гг. Усилилась протекционистская политика и в других странах, в частности в Австро-Венгрии и Испании.

уцелело в катастрофе»⁷⁰⁸, самое важное – довоенную траекторию экономического и финансового развития мира, – спасти и сберечь так и не удалось. Оказалось, что Первая мировая война не только повернула вспять процессы глобализации, но и надолго остановила экономическое развитие многих стран мира, разорвав торговые, финансовые и многие другие связи, налаживавшиеся десятилетиями. Война казалась всем ужасным кошмаром, захватившим все классы, и никто не мог понять, как эта катастрофа случилась.

После окончания войны и победители, и побеждённые оказались парализованными колоссальными военными долгами, а жители столиц Европы – и Лондона, и Парижа, и Берлина, и Вены (не говоря уже о Петербурге, погрузившемся в кровопролитие революции и гражданской войны) – осознали, что их страны и они сами оказались намного беднее, чем были до войны. Вместе с окончанием «Прекрасной эпохи», мира без границ и «всеобщего единства», экономические достижения тех лет быстро стали казаться невероятно далёкими от реальности на фоне огромных убытков, причинённых войной и искалеченных людских судеб. Кроме того, что довоенные торговые пути (не говоря уже о потоках капитала) были бесповоротно нарушены, с каждым днём возникали всё новые и новые барьеры для экспорта и импорта. Деньги обесценивались, и торговля всё чаще сводилась к бартерным операциям. Весь экономический механизм Европы отказывался работать.

Война прервала начавшиеся с конца XIX в. процессы глобализации, интеграции финансовых рынков и формирования общемирового рынка ценных бумаг. «Каким замечательным был период экономического прогресса человечества нашего времени – период, закончившийся в августе 1914 года!» – написал Дж. Кейнс, один из немногих, кто осознавал реальное значение происходящего⁷⁰⁹. По словам У. Черчилля, «мы совершенно не чуяли беды или, наоборот: тщательно скрывали от беспечной нации тайное знание и пророческие предвиденья... Правительства и парламенты того времени не верили в приближение большой войны и твёрдо намеревались предупредить подобное развитие событий, но мрачные предположения постоянно владели умами министров и время от времени напоминали о себе тревожными событиями и тенденциями».

⁷⁰⁸ Fisher I. The Need for Health Insurance / I. Fisher // American Labor Legislation Review. – 1917. – № 7. – P. 10.

⁷⁰⁹ Keynes J. M. The Economic Consequences of Peace / Keynes J. M. – Los Angeles, Indo-European Publishing, 2010. – P. 6.

Было понятно, что «рост градуса мирового противостояния приведёт к пертурбациям на финансовых биржах»⁷¹⁰.

В 1914 г. с началом Первой мировой войны (в которой участвовало 30 государств и погибло 10 млн человек) глобальная экономика была разрушена, а какие-либо остатки глобализации полностью исчезли во время Второй мировой войны, в которой участвовало 60 государств и погибло 45 млн человек. Обе эти войны были частью одного процесса, связанного с борьбой основных европейских стран за сферы влияния в мире. Глобализация делала страны более открытыми, повышая их уязвимость и взаимозависимость (в частности, от поставок сырья и товаров). В этом смысле Первая мировая война стала косвенной реакцией на глобализацию начала XX в.

После Первой мировой войны стали очевидны пределы глобализации и ограниченность её возможностей. Начался длительный и болезненный процесс дезинтеграции этой глобальной экономики. Не только война стала причиной этого, но и реакция национальных государств на стирание экономических границ и ослабления власти этих государств⁷¹¹. Рост экономического национа-

⁷¹⁰ Черчилль У. Мировой кризис. Кн. 1 (1911–1914) / У. Черчилль. – www.on-island.net/History/Churchill/WorldCrisis/WWC_book_1.htm.

⁷¹¹ Хотя, по словам Дж. Хикса, «не хотелось бы подписываться под предположением о невозможности решить глобальные проблемы в течение короткого времени», необходимо признать, что «привязанность к своему родному народу, к среде обитания слишком близка сердцу каждого человека, чтобы стремиться к растворению всех стран в едином глобальном мире». Нации и составляющие их группы являются социальными единицами, «обладающими высокой ценностью, и бросить их в общий плавильный котёл означало бы большую потерю. Поэтому предпочтительным является такое развитие... которое совместимо с сохранением национальной и социальной самоидентификации». Но даже и такая задача, экономически более сложная, «не является неразрешимой». Было время, когда движение к этой цели казалось «вполне сложившейся и преобладающей тенденцией». Это было в эпоху свободной торговли и «первой глобализации» конца XIX – начала XX в. «Если бы это движение продолжалось непрерывно, мы могли бы ожидать постепенного увеличения числа развитых стран и неуклонного уменьшения числа стран, оставших в своём развитии или вообще оказавшихся вне его рамок». В действительности же процессы глобализации начали ослаблять позиции развитых стран. И если Великобритания вначале была «мастерской всего мира», то после подъёма США и Германии она стала всего лишь одной из индустриальных стран, подобных другим. А по мере того как на мировых рынках товаров и капитала всё большее значение приобретали Япония и Российская империя, начинали ослабляться германские и американские позиции. Поэтому «в мире, разделённом на национальные государства, экономический рост и включение всего человечества в рамки развитого мира не могли обойтись без политических последствий» (Хикс Д. Теория экономической истории / Д. Хикс. – М.: НП «Журнал Вопросы Экономики», 2006. – С. 203–205).

лизма, увеличение ограничений со стороны торговых тарифов на фоне нарастающей экономической депрессии 1930-х годов – всё это привело к тому, что к началу Второй мировой войны от глобальной экономики начала XX в. мало что осталось, если и осталось что-либо вообще. Однако сама идея такой интегрированной экономической системы не была забыта, оставаясь привлекательной для многих. Незадолго до окончания Второй мировой войны на Бреттон-Вудской конференции 1944 г. были заложены основы новой мировой финансовой системы и начался новый цикл глобализации. В этом смысле общая траектория финансовой истории XX в. напоминает латинскую букву U – откат глобализации после Первой мировой войны, достижение точки максимальной дезинтеграции в конце 1930-х годов и начало длительного процесса восстановления единства глобального финансового рынка⁷¹². Очередной откат глобализации в начале XXI века, особенно после кризиса 2007–2009 гг., во многом напоминает события после Первой мировой войны.

Финансовый капитализм

В конце XIX – начале XX века многочисленные инновации радикально изменили не только мир индустриальных технологий, но и мир технологий финансовых. Технические новинки этого времени (электротехника, радио, телефон, фотография, первые кинофильмы, появление автомобилей и самолётов) оказали значи-

⁷¹² В конце XIX в. мировые финансовые рынки обходились без международных финансовых институтов, сравнимых с теми, которые были созданы после Второй мировой войны. Регулирование рынков капитала осуществлялось за счёт самой системы золотого стандарта и политики центральных банков. В межвоенные 1920–1930-е годы начали предприниматься попытки создания таких институтов (одной из наиболее известных было появление Банка международных расчётов – Bank of International Settlement, BIS, – существующего и сейчас), но коллапс мировой финансовой системы во время «Великой депрессии» 1930-х годов свёл на нет и все эти попытки. Одной из наибольших проблем межвоенного периода, когда происходил откат глобализации, было сокращение объёмов мировой торговли. Если в XIX – начале XX в. основным защитником идей свободной торговли была Великобритания, то в 1930-е годы ослабление британского влияния стало уже очевидным для всех. А США, под впечатлением биржевого краха 1929 г. и нарастающих проблем в американской экономике, стали первым и основным инициатором ограничения свободной торговли, приняв закон Смута-Хоули. Должны были произойти многие события, не столько экономические, сколько политические, пока США, окрепшие после окончания Второй мировой войны, не сменили своей позиции, взяв на себя роль Великобритании и став основным пропагандистом свободной торговли.

тельно влияние на повседневную жизнь многих людей. В этом отношении эпоха основанной на электричестве и бензине второй промышленной революции напоминает последнее десятилетие XX века, когда информационные технологии не только стали доступны каждому, но и проникли на финансовые рынки. Хотя сами по себе технологии в эпохи «первой» и «второй» глобализации сильно отличались (это касалось не только персональных компьютеров и распространения Интернета, но и технологий финансовых), сходство можно усмотреть в общих инновационных тенденциях. Если в 1890-е годы современники могли видеть зарождение и распространение финансового капитализма, то в 1990-е – появление глобального финансового рынка, работающего в режиме реального времени, что стало началом возрождения финансового капитализма на новом этапе.

Среди финансовых инноваций времён «первой глобализации» можно отметить распространение в мире золотого стандарта, создание разветвлённой системы акционерных коммерческих банков в Великобритании, США и Германии; появление на рынке ценных бумаг большого количества акций новых крупных корпораций; зарождение рынка первых деривативов; а также распространение финансовых холдингов и, особенно небанковских финансовых посредников (в основном – инвестиционных трастовых компаний). Всё это, вместе с ростом популярности идеи «фиктивного» финансового капитала, заложило основу для расцвета финансового капитализма.

С конца XIX века (так же как и в конце XX в.) центром технологических и финансовых инноваций были США. Это было связано с сочетанием различных обстоятельств, в том числе с особенностями децентрализованной финансовой системы США с её хорошо развитыми рынками капитала и разветвлённой системой финансовых посредников. Основными из таких посредников в начале XX в. стали инвестиционные трастовые компании, выполнявшие такую же роль, как взаимные фонды конца XX в. – аккумуляция сбережений мелких инвесторов и дальнейшее управление этими капиталами с целью получения максимальной прибыли.

Наличие разветвлённой системы финансовых посредников обеспечивало повышенную ликвидность и глубину финансового рынка, что было принципиально важно для финансирования технологических инноваций, среди которых в конце XIX в. распространение электротехники и связанных с ней бытовых приборов

имело такое же значение, как информационные технологии в конце XX в.

Создание разветвлённой сети небанковских финансовых посредников в конце XIX в. было инновацией, затронувшей Великобританию, США и Германию (во Франции эти инновации распространились гораздо меньше). Важными условиями для этого стали как беспрецедентные по масштабу эмиссии ценных бумаг, так и общие дефляционные тенденции 1890-х годов.

Общая динамика мирового рынка ценных бумаг в конце XIX – начале XX в. показана в таблице 1.

Таблица 1

Отношение капитализации рынка ценных бумаг к
совокупным активам стран, 1912–1914 гг.⁷¹³

Страна	Государственные облигации (%)	Корпоративные облигации (%)	Корпоративные акции (%)	Внутренние ценные бумаги (%)	Иностран-ные ценные бумаги (%)	Всего (%)
Англия	5,3	4,3	14,0	23,6	17,8	41,4
США	1,9	4,8	12,5	19,2	-0,7	18,5
Германия	4,2	0,6	3,2	8,0	3,1	11,1

⁷¹³ По объёму рынка корпоративных акций (в % от общего объёма национальных активов) в 1850–1860 гг. на первом месте была Бельгия (6,5%), на втором – США (5,5%), затем шли Великобритания (3,0%), Франция (1,0%), Германия (0,5%) и другие страны. В 1875–1885 гг. на первом месте оставались США (9,2%), затем шли Бельгия (6,5%), Великобритания (4,0%), Франция (2,7%), Германия (2,7%). В 1912–1914 гг. на первое место вышла Великобритания (14,0%), на втором были США (12,5%), на третьем была Бельгия (8,3%), затем шли Франция (5,1%), Япония (4,7%) и Германия (3,2%). В дальнейшем, в 1927–1930 гг. на первом месте были США (19,4%), на втором – Великобритания (15,7%), затем шли Бельгия (7,9%), Япония (6,8%), Германия (3,0%), Франция (2,7%) (По данным: Goldsmith R.W. Comparative National Balance Sheets: A Study of Twenty Countries, 1688–1978 / R.W. Goldsmith. – Chicago: University Of Chicago Press, 1985. – P. 198, 204, 213, 221, 227, 253, 273, 286, 291). Отношение объёма рынка акций к национальным активам говорит только о развитости рынка акций, а не об экономическом потенциале страны в целом. Очевидно, что Бельгия по экономическому потенциалу уступала Франции, но рынок акций в ней в XIX – начале XX в. был развит лучше.

Франция	7,8	5,5	5,1	18,4	7,6	26,0
Бельгия	6,9	2,2	8,3	17,4	–	25,1
Дания	3,3	0,3	8,8	12,4	-3,3	9,1
Швейцария	4,5	1,1	7,5	13,1	8,5	21,6
Япония	3,4	0,2	4,7	8,3	-2,5	5,8
Россия	2,2	0,2	2,1	4,5	-2,5	2,0

В 1912 г. 100 крупнейших по капитализации компаний – эмитентов акций, распределялись таким образом по секторам экономики: средства связи – 64%; производство и торговля – 19%; добыча полезных ископаемых (включая нефть) – 10%, финансовые услуги – 7%. Общая капитализация этих компаний составляла 280 млрд долларов в 1912 г. Территориально в 1912 г. 51% этих компаний находились в США, 29% в Великобритании, 10% во Франции, 4% в Канаде, 3% в Германии⁷¹⁴.

Средняя прибыльность на мировом рынке акций в 1900–1909 гг. составляла 5,4% (на рынке облигаций в среднем 3%) и это был неплохой показатель. Наименьшей прибыльность была в 1910–1919 гг. – за счёт Первой мировой войны акции были в среднем убыточны на 3,7%, облигации убыточны на 7,9%⁷¹⁵. Британский индекс цен на акции (100% – июнь 1890 г.,

⁷¹⁴ Для сравнения отметим, что в 2010 г. на первое место вышли компании, добывающие полезные ископаемые (включая нефть и газ) – 25%, на втором были финансовые услуги – 24,6%; на третьем производство и торговля – 18,3%; на четвертом средства связи – 9,9%. Остальное было представлено фармацевтическими, компьютерными и другими компаниями. Общая капитализация составляла 11843,5 млрд в 2010 г. В 2010 г. 42% крупнейших 100 компаний находилось в США, 12,9% – в Китае, 10,3% – в Великобритании, 5,4% во Франции, 1,8% в Германии, 1,2% в Канаде (Michie R. The Stock Market and the Corporate Economy: a Historical Overview / R. Michie // Handbook of Research on Stock Market Globalization / Ed. by G. Potrais. – Cheltenham (UK): Edward Elgar, 2012. – P. 31–32).

⁷¹⁵ Средняя прибыльность акций во время общего подъёма 1990–2000 гг. составляла 5,4%, облигаций 5,8%. В истории рынка акций бывали периоды гораздо большей прибыльности: 13,0% в 1920–1929 гг. (прибыльность на рынке облигаций была тогда в среднем 5,5%), 17,1% в 1950–1959 гг. (облигации были убыточны, -0,4%), 13,5% в 1980–1989 гг. (прибыльность облигаций была 6,6%). В годы «Великой депрессии» (1930–1939 гг.) прибыльность акций была весьма низкой, 1,7%, облигаций 5,3%. В 1940–1949 гг., время Второй мировой войны и послевоенные годы, прибыльность акций была 1,0%, облигации были убыточны на -4,8% (Dimson E.

декс цен на акции (100% – июнь 1890 г., максимальный подъём перед кризисом 1890 г.), равный 126,6% перед кризисом 1873 г., составлял 87,1% в 1879 г., 87,0% в 1885 г., 96,7% в 1892 г., 111,6% в 1895 г., 150,0% в 1900 г., 136,3 в 1905 г., 138,1% в 1910 г., 142,5% в 1913 г.⁷¹⁶

Несмотря на то, что к концу XIX в. основное внимание участников рынка ценных бумаг было приковано к акциям, совокупный объём государственных облигаций всех стран всё ещё был весьма велик, достигая 150–175 млрд франков (28,5–33,4 млрд долларов по курсам 1913 г.). Это было связано в основном с военными расходами, периодически возникавшими у большинства основных стран Европы. Правительства финансировали военные расходы преимущественно с помощью облигаций государственных займов. Государственные ценные бумаги ни в конце XIX в., ни в начале XX века так и не вышли за рамки весьма узконаправленного и прикладного финансового инструмента, обеспечивавшего правительство дополнительными ресурсами. Никакой иной роли в регулировании кредитно-финансовых процессов государственные облигации в то время не выполняли.

Дефляция, связанная с самой сущностью золотого стандарта⁷¹⁷, оказывала давление на рынки капиталов всё это время, но особенно сильной она стала в 1890-е годы. Дефляционное давление несколько ослабело после 1897 г., когда были открыты новые запасы золота в Южной Африке и оно начало поступать на рынки драгоценных металлов. Дефляционные тенденции вместе с бумом технологических и финансовых инноваций создали новые возможности для инвесторов и для финансовых посредников, а финансовая система, в свою очередь, предоставила новые возможности для финансирования инноваций – либо через рынок ценных бумаг, как в США, либо через создание финансово-промышленных групп и конгломератов, как это было в Германии, где большинство инновативных проектов финансировалось крупными банками.

В Германии (если рассматривать финансирование технологических инноваций в масштабе всей страны, а не только отдельных предприятий) финансовая система была в принципе ориентирована на приоритетность военно-промышленного комплекса. Впрочем,

Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns / E. Dimson, P. Marsh, M. Stanton. – Princeton, MA: Princeton University Press, 2002. – P. 313).

⁷¹⁶ Mitchell B. R. *British Historical Statistics* / B. R. Mitchell. – Cambridge: Cambridge University, 1988. – P. 688.

⁷¹⁷ Временем классического золотого стандарта считаются 1873–1897 годы.

даже такая ориентация в начале XX в. на военную промышленность не помешала тому, что Германия в первой половине XX века была в числе технологических лидеров.

Давление дефляционных тенденций на рынки капитала приводило к возникновению ряда финансовых кризисов 1890-х годов. Фондовые биржи и участники рынков ценных бумаг по-разному реагировали на эти кризисы в зависимости от сформировавшихся различий в финансовых системах. Наиболее гибкими в 1890-е оказались биржи в Лондоне и Нью-Йорке. Они были в наибольшей мере открыты финансовым инновациям, обеспечивая за счёт этого долгосрочный рост финансовых рынков своих стран.

Влияние дефляционных тенденций на британский рынок ценных бумаг инвесторы почувствовали в большей мере опосредованно, через трудности, возникавшие в странах Северной и Южной Америк, а также в Австралии. Ценные бумаги США, Канады, Аргентины и Австралии занимали заметное место в портфелях британских держателей ценных бумаг, стремившихся диверсифицировать ассортимент своих бумаг. В США дефляционные тенденции конца XIX в. повышали реальную цену железнодорожных облигаций. С одной стороны, это увеличивало капиталы и богатство владельцев этих облигаций, с другой – снижало прибыльность бумаг для новых инвесторов⁷¹⁸.

Хотя повышенная децентрализация финансовой системы в США общеизвестна, не следует её переоценивать⁷¹⁹ – в 1890-е годы, когда усиливалось давление дефляции на финансовую систему и на рынок ценных бумаг, именно биржа NYSE стала источником инновационных инициатив, связанных с методами продажи акций (таких как брокерские кредиты, появление на рынке новых видов акций и др.). Возможно, основным мотивом этих инновативных инициатив было обычное стремление сохранить своих доходы в

⁷¹⁸ Всё это привело к конверсии железнодорожных займов – замене облигаций различных сроков погашения и с разной прибыльностью на новые унифицированные облигации, обычно с более низкой прибыльностью (как правило, порядка 4% вместо 5 или 6% в первоначальных займах) (Neal L. / Why Did Finance Capitalism and the Second Industrial Revolution Arise in the 1890s? / Neal L., Davis L. // *Financing Innovation in the United States, from 1870 to the Present* / Ed. by N. Lamoreaux, K. Sokoloff. – Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 2009. – P. 137–138).

⁷¹⁹ В 1910 г. 68,5% всех операций с акциями проводились на Нью-Йоркской бирже NYSE; 21,2% на других нью-йоркских биржах, и лишь 10,3% операций – на биржах в Бостоне, Филадельфии и Чикаго. Ещё большим было значение Нью-Йоркской биржи в операциях с облигациями – 90,6% из них проводилось на NYSE, на других биржах Нью-Йорка – 1,5%, а на региональных биржах – 7,9%.

условиях дефляции, когда интерес крупных инвесторов к рынку акций начал слабеть. Как бы там ни было, брокерам ничего не оставалось, как приложить все усилия, чтобы сохранить старых инвесторов и привлечь новых – это был вопрос их выживания.

Прибыльность основных ценных бумаг того времени – железнодорожных облигаций и акций, – снижалась под влиянием дефляции, и брокеры были вынуждены расширять ассортимент предлагаемых бумаг. Это касалось не только появления на бирже акций новых промышленных предприятий, но и новых форм железнодорожных бумаг – варрантов, привилегированных акций, новых разновидностей облигаций.

Характерной чертой финансового капитализма стало распространение финансовых компаний. Из них наиболее известными были инвестиционные трастовые компании (Investment Trusts, от англ. trust – доверие) – предшественники разнообразных современных инвестиционных фондов. Трастовые компании ориентировались на мелких инвесторов⁷²⁰, которые объединяли свои финансовые ресурсы для вложения их в акции, выпускавшиеся трастовой компанией. Затем трастовая компания вкладывала капиталы инвесторов в другие ценные бумаги с целью получения прибыли.

Трастовая компания управляла активами инвесторов, и благодаря тому, что эти активы вкладывались в большое количество различных ценных бумаг (обычно в акции от 500 до 1000 эмитентов, расположенных в различных частях мира), инвестор получал возможность диверсифицировать риски, так как менеджеры трастовой компании ориентировались в этих ценных бумагах лучше, чем сами мелкие инвесторы. Так инвестиционные компании брали на себя обязательство выгодно вкладывать капиталы своих акционеров и выплачивать им дивиденды.

Трастовые компании широко использовали банковские кредиты, поэтому инвестируемый капитал обычно значительно превышал их акционерный капитал. Нередко инвестиционные трастовые компании были участниками банковских синдикатов, создававшихся с целью андеррайтинга и размещения крупных эмиссий ценных бумаг. Благодаря оказавшимся в их распоряжении значительным капиталам, инвестиционные трасты предоставляли долгосрочные и среднесрочные кредиты различным компаниям.

⁷²⁰ Мелкими тогда считались владельцы капиталов менее 10 тыс. фунтов; на практике большая часть инвесторов трастовых компаний вкладывали от нескольких сотен до нескольких тысяч фунтов.

Первые инвестиционные трастовые компании появились в конце XVIII века в Нидерландах (фонд Eendfragt Maakt Magt, 1774), затем в начале XIX века в Брюсселе (Societe Generale des Pay-Bas pour favoriser l'industrie Nationale, 1822). В Великобритании в 1868 г. был основан Foreign and Colonial Government Trust, первым применивший основной принцип инвестиционных трастов – диверсификация рисков за счёт инвестирования капиталов в различные ценные бумаги (в случае Foreign and Colonial Government Trust – в государственные облигации колоний и других иностранных государств). Акции компании котируются на Лондонской бирже, а инвесторам выплачивались дивиденды фиксированного размера. Особенно активно инвестиционные трастовые компании создавались в Шотландии, где в 1873 г. был основан Scottish American Investment Trust, учредитель которого Роберт Флеминг считается отцом инвестиционных трастов. Вдохновлённый успешной деятельностью Scottish American, Флеминг в 1888 г. перебрался в Лондон, где началась волна учреждения инвестиционных трастовых компаний, в успешность которых до того многие не очень верили.

К концу 1886 г. в Англии было 29 трастов, в 1890 г. – 101; их номинальный капитал вырос с 5 до 50 млн фунтов⁷²¹. Инвестиционные трасты были тесно вовлечены в бум экспорта капитала, начавшийся в конце 1880-х годов (особенно это касалось инвестиций в Аргентину, а также Австралию и США). У этих компаний значительная часть капитала была вложена в иностранные ценные бумаги, и трасты первыми пострадали от кризиса 1890 г. Их совокупный капитал сократился на 29%, а из 101 компании 50 пришлось ликвидировать как убыточные.

Отчасти такая уязвимость инвестиционных трастовых компаний объяснялась тем, что их законодательное регулирование в то время ничем не отличалось от регулирования других акционерных компаний (определявшегося нормами обновлённого в 1862 г. британского законодательства об акционерных компаниях). Чтобы восполнить этот пробел, в 1900 г. была принята очередная версия Company Act – закона о компаниях, и через несколько лет в Англии начался новый бум учреждения инвестиционных трастов. Рост их популярности был связан с тем, что прибыльность государственных облигаций (консольей) – излюбленной бумаги мелких инвесто-

⁷²¹ Bankers's Magazine. – 1893. – № 56. – P. 165–173.

ров – постепенно снижалась⁷²², и поиск нового инвестиционного инструмента становился всё более актуальным.

Принципы организации британских трастовых компаний были одинаковыми – фиксированный дивиденд по их акциям составлял обычно 6% (в первой голландской трастовой компании – 4%). Капиталы инвестировались в различные иностранные государственные облигации (не более 10% в бумаги одного эмитента), чем обеспечивалась диверсификация. При этом прибыль учредителей фонда была невероятно высокой. Характерным был пример *Railway Share Trust Company*, основанной в апреле 1873 г. с капиталом 2 млн 200 фунтов. На 1 млн было выпущено обычных акций класса А, на 1 млн – привилегированных акций класса В. Эти акции приобрели инвесторы, получая фиксированный дивиденд 6%. На 200 фунтов было выпущено 200 «учредительских акций» номиналом 1 фунт. Выпуском учредительских акций занималась дочерняя компания *Railway Debenture Trust Company*, и смысл этой операции был в том, что учредители, не привлекая лишнего внимания инвесторов, получили по этим акциям годовой доход 1650%. Стоимость учредительских акций за год выросла с номинальной 200 фунтов до 3500 фунтов; за следующий год рост был таким же⁷²³.

Финансовый истеблишмент лондонского Сити и в начале XX в. воспринимал инвестиционные трастовые компании с некоторым подозрением. Считалось, что мода на трасты использовалась как ещё одно средство для продвижения компаний на рынке с помощью всевозможных манипуляций с пакетами акций учредителей капитала и андеррайтинга бумаг сомнительных компаний⁷²⁴.

В США инвестиционные трастовые компании до Первой мировой войны были менее распространены, чем в Великобритании, так как имели там не очень хорошую репутацию, особенно после кризиса 1907 г. Их обвиняли в нечестной, корыстной политике и невысокой компетентности руководства. Критики американских

⁷²² С 5% в 1805 г. до 4,5% в 1815 г., 3,1% в 1850 г., 3,2 в 1875 г., 2,5% в 1896 г. (Mitchell B. R. *British Historical Statistics* / B. R. Mitchell. – Cambridge: Cambridge University, 1988. – P. 678).

⁷²³ У другого фонда *Trustees, Executors and Securities Insurance* в 1889 г. доход по учредительским акциям составил 8400%, у фонда *Commercial Union Brewery Investment Corporation* в этом же 1899 г. доход по учредительским акциям достиг 4600% (Hutson E. *The Evolution of the Managed Funds Industry: Investment Trusts in Nineteenth-century Britain* / E. Hutson // *Handbook of Research on Stock Market Globalization*. – Cheltenham: Edward Elgar, 2012. – P. 142–143).

⁷²⁴ *Bankers's Magazine*. – 1893. – № 56. – P. 165–173.

трастов вспоминали бум учреждения этих компаний в Великобритании перед «кризисом Бэрингов» в 1890 г., и убытки британских трастов во время кризиса. Сторонники этих компаний в США понимали, что американским трастам придётся пройти через такой же период ошибок, как когда-то английским, и когда ненадёжные и слабые сами по себе прекратят существование, на рынке останутся только действительно эффективно управляемые трастовые компании⁷²⁵.

Скептики считали, что, несмотря на общую популярность трастовых компаний, лишь несколько из них могли реально развивать свой бизнес и обладали достаточным опытом, чтобы эффективно инвестировать капиталы. Многими трастовыми компаниями управляли одни и те же директора, и они вкладывали капиталы в одни и те же бумаги, что лишь приводило к повышению курсовой стоимости этих бумаг. Ещё в конце 1880-х годов обозреватель британского журнала *The Economist* предупреждал, что в какие бы успешные предприятия ни вкладывались капиталы инвестиционных трастов, этого явно недостаточно для того, чтобы платить инвесторам дивиденды на уровне 6–7%. Уже сам факт таких дивидендов настораживал и заставлял предполагать, что вся эта инвестиционная деятельность является всего лишь способом выведения на рынок ценных бумаг ненадёжных компаний⁷²⁶.

Экспорт капитала

Основной предпосылкой для экспорта капитала из индустриальных стран Европы было его первоначальное накопление, происходившее в основном в 1830–1840-е годы с помощью банковской системы⁷²⁷. Инвестиции в иностранные бумаги были сопря-

⁷²⁵ Их быстрый рост в США начался в 1920-е годы. Количество этих компаний увеличилось с 40 в 1921 г. до 77 в 1929 г. (большинство из них – 591 компания – были основаны с 1927 по 1929 г.). С 1926 по 1929 г. их активы выросли с 1 до 7 млрд долларов (Bullock H. *The Story of Investment Companies* / H. Bullock. – N. Y.: Columbia University Press, 1959. – P. 30, 212).

⁷²⁶ *The Economist*. – 1889. – 6 Apr. – P. 433–434; 1890. – 9 Aug. – P. 1017.

⁷²⁷ В начале XIX века темпы накопления капитала не были очень высокими, порядка 5–8% ВВП в год. В 1840-е годы этот показатель повысился до 10%, а позже и до 12% ВВП. В Германии темпы накопления капитала были на уровне 12% ВВП в 1860–1870 гг., затем к началу XX века выросли до 14–15%. В Великобритании во время «первой промышленной революции» около 70% внутренних инвестиций в Великобритании финансировались за счёт внутренних сбережений, около 30% – за счёт прибыли, полученной в колониальной торговле. К началу XIX века накоплен-

жены с большим риском (характерными случаями, когда инвесторы понесли убытки на иностранных бумагах, были кризисы 1825 и 1890 гг.), но повышенный риск компенсировался большей прибыльностью. Те из инвесторов, кто был готов рисковать, охотно вкладывали свои капиталы в иностранные активы, и так началась эпоха экспорта капитала, охватившая несколько десятилетий до Первой мировой войны.

Первые потоки экспортируемого капитала возникли ещё во время спекулятивного бума с латиноамериканскими бумагами в 1825 г., а создание общемировой транспортной инфраструктуры с помощью железных дорог и пароходов значительно облегчило эти процессы. Начало эпохи экспорта капитала можно условно отнести к середине 1870-х годов, когда стали ослабевать последствия знаменитого «венского кризиса» 1873 года, затронувшего многие страны Европы и США⁷²⁸. Последующие кризисы конца XIX – начала XX в. периодически тормозили развитие мировой экономической системы, но не изменили основные тенденции этого развития, в частности и процессы экспорта капитала. Наибольшей их активность была в конце XIX – начале XX в.

ный капитал составлял 3,68 млн фунтов; в 1821–1830 гг. он увеличился до 31,38 млн фунтов, в 1851–1860 гг. – до 57,99 млн фунтов. В Германии по мере накопления капитала он также начал инвестироваться в промышленность (в середине XIX в. 7% ВВП, к концу столетия 18%). В целом с 1850 по 1913 г. национальный доход вырос в пять раз, инвестиции в промышленность – в десять раз. Для инвесторов первостепенным был вопрос прибыльности, поэтому они искали наиболее выгодные для себя пути вложения капитала. Так естественным образом они пришли к его инвестированию за пределами своих стран. Прибыльность британских облигаций была в начале XX в. немногим больше 3%, облигации иностранных займов часто могли дать прибыль более 5%. Большей была прибыльность и по иностранным железнодорожным бумагам (как правило, минимум 5% гарантированной прибыли) (Berend I. *An Economic History of Nineteenth Century Europe. Diversity and Industrialization* / I. Berend. – Cambridge: Cambridge University Press, 2013. – P. 303).

⁷²⁸ «Урок биржевых увлечений старой Европы и молодой Америки, оплаченный ценой убытков, вызванных венским и американским кризисом 1872–1873 гг.», привёл к более плодотворным последствиям, чем можно было бы предполагать. Однако общемировой объём эмиссии ценных бумаг заметно снизился – с 12 млрд франков в 1872 г., до 10,9 млрд в 1873 г. и 4,2 в 1874 г. Более всего сократились эмиссии государственных облигаций – с 4,234 млрд франков в 1873 г. до 1,59 млрд в 1874 г. «Факт учредительской и финансовой паузы прошлого [1874]» года... очевиден, но «текущий [1875] год чувствует себя совершенно независимо от впечатлений крахов и по первым двум месяцам... обещает оживлённые обороты на всех денежных рынках», газеты полны рекламы учреждаемых компаний, и «к услугам публики предлагается... верное средство поместить свои сбережения с надеждой на премии и дивиденды» (Финансы, торговля, промышленность // Финансовое обозрение. – 1875. – № 11. – С. 217).

В это время сформировалась специализация производства в мировом масштабе и возникла глобальная система разделения труда – Англия и несколько других промышленно развитых стран (Бельгия, Германия, Франция) были производителями промышленных товаров (в Англии промышленные товары составляли 75% экспорта), сбыт которых происходил в периферических странах и колониях, поставлявших сырьё.

В 1914 году Британская империя простиралась на 30 млн квадратных километров, а её население составляло 450 млн человек. Вторая по размеру Французская колониальная империя занимала площадь более 10 млн километров, и в ней жило 50 млн человек. Общемировая экономическая система, возникшая накануне Первой мировой войны на основе Британской империи, имела высокую степень интеграции, а по многим показателям довоенного 1913 г. не уступала показателям 1999 г. Объём внешней торговли в 1913 г. составлял 11,9% совокупного ВВП экономически развитых стран (этот показатель был снова достигнут только в 1970-е годы)⁷²⁹. По такому показателю, как отношение капитализации рынка акций к ВВП, уровень развития финансовой системы, достигнутый в 1913 г. (Англия – 1,09; Бельгия – 0,99; Франция – 0,78; Германия – 0,44; США – 0,39)⁷³⁰, был превзойдён только в конце 1990-х годов.

Однако Англия, оставаясь основным финансовым центром мировой экономической системы, постепенно переставала быть экономическим лидером. Такие страны Западной Европы, как Франция, Германия, Бельгия, догнали Англию по уровню промышленного развития и стали экспортёрами капитала. Поэтому британские инвестиции в страны Европы имели устойчивую тенденцию к снижению (с 66% всех инвестиций Англии до 25% в 1870 г. и 5% в 1900 г.)⁷³¹, а основным направлением британских

⁷²⁹ Среди товарных рынков того времени наиболее глобализованным был рынок зерна и на нём большое значение имели поставки зерна с территории Российской империи, экспортировавшегося через Одессу.

⁷³⁰ Однако не все из тех стран, которые были лидерами мировой экономической системы в 1913 г., сохранили свои позиции в 1999 г., когда основными лидерами были Швейцария – 3,23; Англия – 2,25; Нидерланды – 2,03; Швеция – 1,77; США – 1,52; Канада – 1,22; Южно-Африканская республика – 1,20; Франция – 1,17; Австралия – 1,13 (Rajan R., Zingales L. The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century / R. Rajan, L. Zingales // *Journal of Financial Economics*. – 2003. – Vol. 69. – P. 15).

⁷³¹ Smith M. A History of the global stock market. From Ancient Rome to Silicon Valley / M. Smith. – Chicago: University of Chicago Press, 2004. – P. 87.

инвестиций стали США, Канада, Аргентина, Австралия⁷³² и колонии.

На фоне роста экспорта капитала значительно усилились процессы миграции – в XIX веке Европу покинуло 60 млн человек, решивших начать новую жизнь в других странах, из них 35 млн эмигрировало в США, 12–15 млн в Латинскую Америку, 10 млн в британские колонии (Австралию, Новую Зеландию и др.). Эмигранты из Англии обычно поселялись в США и британских колониях, из Германии и Италии – в США и Латинской Америке, из Австро-Венгрии и России – преимущественно в США. Так возникали новые связи (и личные, и деловые) между живущими в разных частях мира людьми, что увеличивало интеграцию мировой экономики, создавая благоприятные условия для возрастания инвестиционных потоков и экспорта капитала.

Экспорт капитала стал модной темой – все только и говорили о выгоде приобретения иностранных бумаг. И 26% экспортированного капитала шло в менее развитые периферические страны Европы, 24% в Северную Америку (преимущественно в ценные бумаги США, хотя немалые капиталы были инвестированы и в Канаду), 20% в Латинскую Америку, 16% в страны Азии, 9% в страны Африки, 5% в страны Океании (в основном в Австралию и Новую Зеландию)⁷³³.

Экспорт капитала в форме иностранных инвестиций увеличивался с 1880 г. очень быстро и в 1913 г. достиг общего объёма 44 млрд долл. (таблица 2).

Таблица 2

Экспорт капитала по странам-инвесторам и регионам мира
(1913 г.)⁷³⁴

Страны и регионы мира	Млрд долл.	%
Экспортёры капитала		
Англия	18,3	42
Франция	8,7	20

⁷³² Подобную статистику экспорта капитала в США, Канаду, Австралию и Аргентину см.: Davis L. E. *Evolving financial markets and international capital flows: Britain, the Americas, and Australia, 1865–1914* / L. E. Davis, R. E. Gallman. – Cambridge: Cambridge University Press, 2001. – P. 753–838.

⁷³³ Kenwood A. G. *The Growth of the International Economy, 1820–1860* / A. G. Kenwood, L. Allen. – London: Allen and Unwin, 1971. – P. 43.

⁷³⁴ Cassis Y. *Capitals of Capital. A History of International Financial Centres, 1780–2005* / Y. Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 2006. – P. 78.

Германия	5,6	13
Бельгия, Нидерланды и Швейцария	5,5	12
США	3,5	8
Прочие инвесторы	2,4	5
Экспорт капитала в регионы мира		
Европа	12,0	27
Северная Америка	10,5	24
Латинская Америка	8,5	19
Азия	6,0	14
Африка	4,7	11
Океания	2,3	5

Вскоре к Великобритании, Франции и Германии присоединились новые экспортёры капитала – Бельгия, Швейцария, Австро-Венгрия, скандинавские страны. Среди экспортёров капитала однозначно лидировала Великобритания (43% общего мирового экспорта капитала, достигшего в 1913 г. суммы в 46 млрд долларов; Франция – 20%, Германия – 13% и прочие страны Западной Европы – 13–14%)⁷³⁵. Распределение экспорта капитала по странам и континентам с годами менялось. В 1820 г. 64% британских инвестиций были направлены в страны Европы, в 1914 г. – только 5%, остальные уходили в колонии и бывшие колонии (США, Австралию, Канаду и др.). Французский капитал в 1850 г. экспортировался на 93% в страны Европы, в 1914 г. в периферические страны Европы шло 33% французского капитала, 27% – в Российскую империю, остальные 40% – в иные страны. У Германии было мало колоний, и экспорт германского капитала шёл преимущественно в периферические страны Европы (29% в Российскую империю и на Балканы, 15% в Испанию и Португалию, 23% в Австро-Венгрию)⁷³⁶.

⁷³⁵ Kuznets S. Modern Economic Growth: Rate, Structure, and Spread / S. Kuznets. – Yale: Yale Univ Press, 1966. – P. 324. Всего за период 1870–1913 гг. Великобритания экспортировала 40% накопленного капитала, Франция – 25%, Германия – 10%. В мировом масштабе иностранные инвестиции выросли с 7% мирового ВВП в 1870 г. до 20% в 1913 г. Большая часть экспортированного капитала вкладывалась в железнодорожные проекты (40% британского экспортированного капитала, 15% французского). Инвестиции в добычу минерального сырья и в промышленность были существенно меньше – 12% британского экспортированного капитала и 10% французского.

⁷³⁶ Berend I. An Economic History of Nineteenth Century Europe. Diversity and Industrialization / I. Berend. – Cambridge: Cambridge University Press, 2013. – P. 305. По данным 1910 г., британские капиталы поступали преимущественно в Америку (8,8 млрд долл.), Азию, Африку и Океанию (6,9 млрд), в меньшей мере в Европу

По оценкам начала XX века распределение экспорта капитала в 1900 г. (общий объём 34,01 млрд долл.⁷³⁷) было несколько иным (таблица 3).

Таблица 3

Экспорт капитала по странам-инвесторам и регионам мира
(в 1900 г.)⁷³⁸

Страны и регионы мира	Млрд долл.	%
Экспортёры капитала		
Англия (в Америку – 51%, Азию, Африку и Австралию – 41%, Европу – 8%)	14,25	60
Франция (в Европу – 66%, Америку – 23%, Азию и Африку – 11%)	11,4	31
Германия (в Европу – 51%, Америку – 29%, Азию и Африку – 20%)	8,36	23
Экспорт капитала в регионы мира		
Европа (Франция – 66%, Германия – 51%, Англия – 8%)	10,88	32

(0,9 млрд). Французские капиталы поступали прежде всего в Европу (5,4 млрд), в Азию, Африку и Океанию (2,0 млрд), в меньшей мере в Америку (0,9 млрд). Немецкие капиталы также поступали в основном в Европу (4,2 млрд) и Америку (2,4 млрд), меньше – в Азию, Африку и другие страны (1,7 млрд) (Morawski W. Historia Finansow Wspolczesnego Swiata Od 1900 Roky / W. Morawski. – Warszawa: Difin, 2008. – S. 13).

⁷³⁷ Пересчёт франков в доллары по курсу 1913 г. 1 франк = 0,19 долл. (курсы валют 1913 г. см.: Оль П. В. Иностранные капиталы в народном хозяйстве довоенной России / П. В. Оль. – Ленинград: Всесоюзная академия наук, 1925. – С. 13).

⁷³⁸ Расчёты по данным: Ленин В. И. Империализм, как высшая стадия капитализма: популярный очерк / В. И. Ленин. – М.: Изд-во полит. лит-ры, 1967. – С. 61–62. Эти данные начала XX века об экспорте капитала нередко использовали авторы марксистской ориентации, по-своему, в политизированном духе оценивавшие экспорт капитала как «инструмент колониальной экспансии британского империализма». «Англия, обладая промышленной монополией, стала широко использовать вывоз капитала для усиления колониальной эксплуатации» (Солодовников В. Г. Вывоз капитала / В. Г. Солодовников. – М.: Гос. изд-во полит. лит-ры, 1957. – С. 180). «Монополистический капитал всё в большей степени прибегает к политической реакции и милитаризации» (Ааронович С. Британский монополистический капитал / С. Ааронович. – М.: Изд-во иностранной лит-ры, 1956. – С. 160).

Америка (Англия – 51%, Германия – 29%, Франция – 23%)	12,24	36
Азия, Африка, Австралия (Англия – 41%, Германия – 20%, Франция – 11%)	10,88	32

Экспорт капитала стал закономерной стадией развития рыночной экономики, когда концентрация финансовых ресурсов и развитие банковской системы и рынка ценных бумаг привели к возрастанию значения финансового капитала, обладающего повышенной мобильностью. Начала формироваться тенденция к перемещению капитала в те регионы мира, где были наиболее благоприятные условия – главным образом, где был дешевле труд, сырьё и другие ресурсы.

Двумя основными источниками инвестиционного капитала были Лондон и Париж, хотя направления инвестиционных потоков из этих центров были различны – Англия экспортировала капитал в свои колонии, расположенные в основном в отдалённых частях мира; Франция – преимущественно в другие страны Европы. Кроме Англии и Франции, возрастало значение Германии как экспортёра капитала; США, оставаясь реципиентом инвестиций (преимущественно, британских), в то же время быстро становились экспортёром капитала.

Источником финансовых ресурсов для международных инвестиций и экспорта капитала были не только внутренние сбережения, вкладываемые в иностранные ценные бумаги, но и капиталы, получаемые от международной торговли. Если в 1870 г. финансовые активы (в том числе ценные бумаги) составляли 39% всех активов (включая недвижимость), в которые вкладывались сбережения, то в 1913 г. – 64%⁷³⁹.

Поэтому период свободной торговли и концентрации капитала подготовил необходимые условия для возрастания инвестиционных потоков. Мотивом инвесторов был поиск наиболее выгодных способов вложения капиталов, а ценные бумаги стран с быстроразвивающейся экономикой (США, Канады, Австралии, Аргентины, а также России и Японии) обычно давали большую прибыльность, чем внутренние государственные и корпоративные ценные бумаги.

⁷³⁹ Smith M. A History of the global stock market. From Ancient Rome to Silicon Valley / M. Smith. – Chicago: University of Chicago Press, 2004. – P. 103.

За счёт активизации инвестиционных процессов в 1875–1913 гг. сформировалась сеть финансовых потоков между периферическими странами (реципиентами капитала) и основными центрами мировой финансовой системы – рынками ценных бумаг Лондона, Парижа, Берлина, Нью-Йорка. Возникла общемировая финансовая система, достигшая своей максимальной интеграции к 1913 году, а вследствие Первой мировой войны и кризиса 1929 года начавшая распадаться.

Рост иностранных инвестиций повлиял на увеличение общего объёма ценных бумаг (таблица 4).

Таблица 4

Стоимость ценных бумаг основных стран (1912 г.)⁷⁴⁰
(страны расположены в порядке убывания стоимости)

Страны	Валюты		
	Млрд франков	Млрд рублей	Млрд долларов
Англия	150	56,25	28,85
США	140	52,50	26,92
Франция	115	43,13	22,12
Германия	110	41,25	21,16
Россия	35	13,25	6,73
Австро-Венгрия	26	9,75	5,00
Япония	16	6,0	3,08
ВСЕГО	850	318,75	163,46

Этими ценными бумагами владели около 20 млн инвесторов – 24% английских, 21% американских, 18% французских, 16% немецких, 5% российских, 4% австро-венгерских, 2% итальянских, 2% японских, 8% из других стран (таблица 5). Важную роль в экспорте капитала и формировании инвестиционных потоков играли государственные облигации, выпущенные правительствами стран – реципиентов инвестиций⁷⁴¹. Объём операций на рынках

⁷⁴⁰ По данным Лондонской биржи (Michie R. The London Stock Exchange / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2004. – P. 4).

⁷⁴¹ Капитализация лондонского рынка этих облигаций составляла 3,0 млрд фунтов в 1875 г. (более чем в два раза превышая ВВП – 1,4 млрд) и 4,1 млрд в 1905 г. при

ценных бумаг достиг в 1913 г. в среднем 16,4% ВВП (в Англии – 41%, во Франции – 26%, в США – 19%, в Германии – 11%, в Японии – 6%, в России – 2%)⁷⁴².

Таблица 5

Количество индивидуальных инвесторов на рынках ценных бумаг
основных стран (1910 г.)

Страны	Количество индивидуальных инвесторов ⁷⁴³		Население страны ⁷⁴⁴	% инвесторов
	% от мирового	Млн человек	Млн человек	
Англия	24	4,8	42,5	10,6
Франция	18	3,6	39,3	9,17
США	21	4,2	76,1	5,52
Германия	16	3,2	60,5	5,28
Австро-Венгрия	4	0,8	52,8	1,5
Италия	2	0,4	35,6	1,1
Япония	2	0,4	50,4	0,79
Россия	5	1,0	171,0	0,58
Другие страны	8	1,6	–	–

Корпоративные ценные бумаги (акции и облигации) превысили по своему объёму (60%) государственные ценные бумаги (40%). С 1880-х годов всё большее распространение получали акции промышленных предприятий, а не только железнодорожных компаний (в Англии только с 1883 по 1893 г.

ВВП – 2,2 млрд. Стоимость облигаций, выпущенных странами с развивающимися финансовыми рынками, составляла 0,5 млрд фунтов (46% совокупного ВВП этих стран) в 1875 г. и 1,9 млрд (64% ВВП) в 1905 г. (Mauro P. *Emerging markets and Financial Globalisaton* / P. Mauro, N. Sussman, Y. Yafeh. – Oxford: Oxford Univ. Press, 2006. – P. 4, 12–14).

⁷⁴² Michie R. *The Global Securities Market. A History* / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006. – P. Table 5.1.

⁷⁴³ Michie R. *The London Stock Exchange* / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2004. – P. 4.

⁷⁴⁴ Данные о населении Англии, Франции, Германии, США, России см.: Мендельсон Л. А. *Теория и история экономических кризисов и циклов*. В 3 т. Т. 2 / Л. А. Мендельсон. – М.: Изд-во социально-политич. литературы, 1959. – С. 559, 568, 619, 667, 724.

общая стоимость акций промышленных компаний возросла с 472 млн фунтов до 1,1 млрд)⁷⁴⁵.

Несмотря на общее замедление экономического роста в Англии, британский рынок акций был наиболее развит (14% всех активов на рынке ценных бумаг). В США этот показатель достигал 12,5%, во Франции – 5,1%, Германии – 3,2%, в России – 2,1%⁷⁴⁶. В целом, на мировом рынке ценных бумаг преобладали американские и российские ценные бумаги, как государственные, так и корпоративные, широко представленные на всех основных биржах.

Некоторые страны – реципиенты иностранного капитала становились его реэкспортёрами. Типичным примером была Австро-Венгрия, реинвестировавшая полученные капиталы не только в собственные периферические провинции, но и в другие страны, в частности в Российскую империю. Такой реэкспорт капитала ускорял общую модернизацию периферических стран и развитие в них индустриального сектора экономики⁷⁴⁷.

Подъёмы и кризисы эпохи экспорта капитала

Начало нового подъёма и промежуточный кризис 1882 г.

Последствия кризиса 1873 г. вызвали экономический спад во многих странах мира и ощущались на протяжении 6–7 лет. Эти годы были отмечены не только массовыми банкротствами, но и концентрацией капитала. Кризис имел особенно затяжной характер, падение цен было глубоким, а конкурентная борьба выживших компаний – особенно жёсткой. В то же время общий спад готовил почву для нового подъёма, первые признаки которого проявились в Америке. В 1880 г. «США вступили в полосу беспрецедентного про-

⁷⁴⁵ Smith M. A History of the global stock market. From Ancient Rome to Silicon Valley / M. Smith. – Chicago: University of Chicago Press, 2004. – P. 86.

⁷⁴⁶ Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006. – P. 84, 120, 126, Table 5.1.

⁷⁴⁷ В Венгрии, экономически намного слабее развитой, чем Австрия, за счёт реэкспорта капитала из Австрии объём промышленного производства с 1860 по 1900 г. вырос в 8 раз, к 1913 г. – в 14,5 раза. В расположенной в том же регионе Европы Польше (входившей в то время в состав Российской империи) объём промышленного производства с 1860 по 1900 г. вырос всего лишь в 2,7 раза, к 1913 г. – в 8,2 раза (Berend I. An Economic History of Nineteenth Century Europe. Diversity and Industrialization / I. Berend. – Cambridge: Cambridge University Press, 2013. – P. 390).

цветания», после чего на рубеже 1879–1880 гг. Англия «пережила неистовую, охватившую почти все важные рынки, спекулятивную лихорадку, которая была вызвана внезапным расширением американского спроса сначала на железо и сталь, затем на прочие товары»⁷⁴⁸.

Весьма показательным было то, что новый подъём начался в США, а не в Англии – британские позиции в мировой финансовой системе и экономике неумовимо начали изменяться, и время, когда Великобритания была «демиургом буржуазного космоса»⁷⁴⁹, стали уходить в прошлое. В США длительный кризис и депрессия породили обилие свободного капитала, не находившего применения. Цены на металл снизились во второй половине 1870-х годов почти в два раза, многие обесценившиеся железнодорожные компании перешли в собственность других, более крупных. Всё это готовило условия для начала нового подъёма в железнодорожном строительстве, и к 1881 г. объёмы постройки железных дорог выросли почти в два раза по сравнению с серединой 1870-х годов. А к 1880 г. экономический подъём приобрёл общемировой характер.

Особенностью нового подъёма было то, что он оказался не очень выразительным – в Англии многие говорили о затяжной депрессии, длившейся с 1873 по 1886 г., а экономисты того времени рассматривали 1880-е годы как депрессивную понижательную фазу «длинного цикла». И действительно, подъём 1879–1880 гг. был не долгим, и уже в 1882 г. на мировых рынках наметился новый спад⁷⁵⁰. Рост инвестиций в железные дороги, как и объёмов мировой торговли, показывает, что депрессивность периода второй половины 1870-х и 1880-х годов была неоднозначной, хотя жившими в то время экономистами (преимущественно британскими) эти годы воспринимались именно так.

⁷⁴⁸ Commercial History and Review of 1880 // The Economist Supplement, 12 March 1881. – P. 1.

⁷⁴⁹ Маркс К. Классовая борьба во Франции с 1848 по 1850 г. Гл. 4. / К. Маркс // Маркс К., Энгельс Ф. – Соч. Т. VIII. – С. 238.

⁷⁵⁰ Несмотря на всю краткость подъёма конца 1870-х, прирост мировой железнодорожной сети (бывший основной движущей силой экономического роста в те годы) составлял 182 тыс. км в 1876–1885 гг. (по сравнению со 151 тыс. км) в 1866–1875 гг. Инвестиции в мировую железнодорожную сеть выросли с 37,3 млрд марок в 1867–1868 гг. до 65,3 в 1875 г., 74,9 в 1876–1877 гг. и 100,5 в 1884 г. Выросли и объёмы мировой торговли с 9,1 млрд долларов в 1866–1868 гг. до 10,8 в 1872–1873 гг., 14,2 в 1879 г., 16,6 в 1883 г.

В целом в 1880-е годы основным фактором экономического роста было расширение транспортной сети⁷⁵¹. Ещё быстрее развивалась информационная сеть⁷⁵². Новый подъём 1880-х годов особенно заметным был в США, где в целом объём промышленного производства вырос в 1,7 раза, и в Германии (в 1,5 раза)⁷⁵³. Вероятно, особенность подъёма начала 1880-х годов, воспринимавшегося многими как продолжение послекризисной депрессии, объясняется тем, что в Великобритании (и отчасти во Франции) началось общее замедление промышленного развития⁷⁵⁴ – естественная стадия роста всякой зрелой экономической системы, начинающей в определённый момент переходить от индустриальной экономики к сервисной постиндустриальной экономике, где финансовые услуги начинают больше привлекать инвесторов, чем производство. Идея эта, очевидная для всех сегодня, в 1880-е годы была, судя по всему, за пределами понимания экономистов, что и вызвало неоднозначную оценку тенденций тех лет.

Однако подъём 1879–1880 гг., уже в 1882 г. сменившийся очередным кризисом, был кратким и невыразительным, так как происходил на фоне общего угнетённого состояния рынков – «первой Великой депрессии», длившейся с 1873 по 1890 г. Со второй половины послекризисных 1870-х годов происходило общее снижение товарных цен, отражавшее стагнацию и депрессивное настроение рынков. «Накопление капитала, растущее в цивилизованных странах, и порожаемое этим накоплением усиление конкуренции ведут к уменьшению прибыли»⁷⁵⁵.

Показательно, что до 1890 г. британский экспорт так и не достиг уровня 1872–1873 гг. Это же можно сказать и о Франции. А

⁷⁵¹ В 1845 г. протяжённость мировой сети железных дорог была менее 16 тыс. км, в середине 1880-х годов она превышала 500 тыс. км. Суммарные инвестиции в эту сеть превысили 100 млрд марок. Значительно увеличился мировой торговый флот со 100 тыс. т в 1840 г. до 7,6 млн т в 1886 г.

⁷⁵² Телеграфные линии Европы в 1860–1887 гг. выросли со 126 до 652 тыс. км, а протяжённость мировой сети достигала 1,5 млн км, из которых более 0,2 млн км составили подводные кабели (Neumann-Spallart F. *Ubersichten der Weltwirtschaft, Jahrgang 1885–1889* / F. Neumann-Spallart. – Berlin: Verlag für Sprach- und Handelswissenschaft, 1896. – S. 636–637, 651, 686, 703).

⁷⁵³ Темпы промышленного роста во Франции были гораздо ниже. В России в это время быстро развивалась текстильная промышленность, а бум в тяжёлой промышленности был ещё впереди.

⁷⁵⁴ Так, в Англии прирост объёмов промышленного производства с 1866 г. по 1877 г. составил 33,3%, а с 1877 г. по 1883 г. – 16,8%, т. е. замедлился в два раза.

⁷⁵⁵ *Depression of Trade and Industry. Final Report of the Royal Commission appointed to inquire into the Depression of Trade and Industry.* – London, 1886. – P. XVI.

мировая эмиссия ценных бумаг в 1880-е годы значительно уступала максимумам, достигнутым в 1872–1873 гг. Так, в 1872 г. совокупная эмиссия ценных бумаг торгово-промышленными, железнодорожными и кредитно-финансовыми компаниями составляла 7,2 млрд франков, во время подъёма 1881 г. максимальный показатель достиг уровня всего лишь 4,2 млрд франков. Экспорт британского капитала в начале 1880-х годов также был значительно меньше по объёму, чем в начале 1870-х годов⁷⁵⁶.

Акционерное учредительство в 1880-е годы в целом было более вялым, чем в начале 1870-х, в особенности в США, где после потерь во время кризиса и многочисленных банкротств (в основном мелких компаний) выпуск ценных бумаг оставался на значительно более низком уровне, чем в 1870-е годы. В Великобритании количество новых акционерных компаний превзошло показатели начала 1870-х годов, однако в большинстве случаев это было не столько учредительство, сколько преобразование уже существовавших частных предприятий в акционерные компании.

Среди современников распространилось мнение, что промежуточный кризис 1882 г. не был самостоятельным, а стал продолжением событий 1873 года. Основанием для таких выводов была последовательность событий в Великобритании, где в 1873 г. закончился промышленный подъём, но кризис как таковой стал наиболее заметным лишь в 1878 г. Затем послекризисная депрессия плавно перешла в кризис 1882 г., что и создавало впечатление единого затяжного кризисно-депрессивного периода, длившегося с 1874 г. по 1886 г.

Хотя наиболее острые формы кризис 1882 г. приобрёл в США, а в Англии этот кризис был наиболее глубоким и продолжительным, но без биржевых крахов, не это было основной сутью событий 1882 года, как и не биржевая паника во Франции. В это время произошёл перелом в ходе железнодорожного строительства. Изменилось само соотношение железных дорог и тяжёлой промышленности. Если до того потребности железнодорожного строительства определяли загруженность тяжёлой промышленности заказами, то теперь уже рост промышленных предприятий определял потребность в постройке новых железных дорог. Вслед за

⁷⁵⁶ 179 млн фунтов в 1870–1872 гг. и 62 млн в 1880–1882 гг. Сокращение экспорта капитала объяснялось тем, что кризис 1873 г. вызвал во многих странах массовые банкротства всевозможных компаний, в которые были инвестированы британские капиталы. Прекратилась выплата процентов по займам, полученным в Англии, что замедлило предоставление новых займов и экспорт капитала.

этими наступили изменения и во всём процессе накопления капиталов, вызвав глубокий промышленный спад, верхушкой которого стали локальные биржевые крахи 1882 г. во Франции и США.

Кризисный период второй половины 1870-х – первой половины 1880-х годов оказался весьма длительным, что объяснялось сочетанием промышленного спада с аграрным кризисом, наиболее заметным в середине 1880-х годов в США и России. Сокращение продаж сельскохозяйственной продукции ограничило спрос на промышленные товары обширных слоёв населения, живших доходами от сельского хозяйства. В этом смысле кризис 1880-х годов не уступал кризису 1873 г.

Кроме Англии, США, Германии и Франции кризис 1882 г. затронул многие страны, особенно в Европе. В Австро-Венгрии курсы акций стали снижаться с 1882 г., в 1883 г. начался спад во внешней торговле; спад промышленного производства ощущался до 1885 г. Спад и сокращение торговли отмечалось в Бельгии, Дании, Италии, России, Швеции, Швейцарии, Норвегии, Турции, Тунисе и др., а в той или иной мере влияние кризиса ощущалось во всех частях мира⁷⁵⁷.

Бум второй половины 1880-х годов

После окончания спада, вызванного кризисом 1882 г., новый подъём начался только в 1887 г. Дольше всего последствия кризиса ощущались во Франции и Англии, быстрее всего они миновали в Германии. Длительность кризиса и общее снижение цен вынуждали искать способы уменьшить издержки производства за счёт внедрения технологических инноваций, и «никогда ещё не было проявлено столько активности в изобретении и усовершенствовании разного рода орудий производства»⁷⁵⁸. Главным образом эти инновации касались внедрения электротехники.

В преодолении спада середины 1880-х немалое значение имели военные заказы, поддерживавшие тяжёлую промышленность. «Мирные работы замедлились... но работы на нужды войны возобновятся, а они неисчерпаемы... Пушки всех моделей, новое автоматическое оружие, обновление всех видов вооружений, броне-

⁷⁵⁷ L'Economiste Francais. – 1884. – 20. IX. – P. 355; Economist. – 1882. – 21. 1. – P. 76; 1885. – 2. V. – P. 540; Deutsches Handels-Archiv. – 1885. – Teil I. – S. 89, 350, 358, 364, 416; 1886. – Teil I. – S. 133, 284, 413; 1886. – Teil II. – S. 3, 202, 629, 674, 714.

⁷⁵⁸ Commercial History and Review of 1888 // Economist Supplement, 1889. – P. 22.

носцы, миноносцы... вот чем отныне будут питаться металлургические компании»⁷⁵⁹.

Свободный, ищущий применения капитал всё больше экспортировался в страны с развивавшимися рынками⁷⁶⁰. В 1882–1893 гг. объём британских капиталов, инвестированных за границей, вырос почти в два раза и достиг 800 млн фунтов; французских – около 5 млрд франков (200 млн фунтов). Германские инвестиции в эти годы выросли в два раза и достигли 5 млрд марок (около 250 млн фунтов)⁷⁶¹. Начался экспорт капиталов даже из США, пока оставшихся в целом реципиентом иностранных инвестиций⁷⁶².

К началу 1890-х годов объём накопленных свободных капиталов ещё более возрос – депозиты в британских банках увеличились с 1882 по 1892 г. с 366 до 531 млн фунтов, в американских банках с 2,3 до 4,6 млрд долларов. Учётные ставки в Лондоне, Берлине, Париже, Амстердаме в 1885–1889 гг. редко превышали 2,5%, что было верным признаком создания благоприятных условий для нового подъёма.

В 1888–1890 гг. в Англии начался очередной учредительский бум. За два года было учреждено 8137 компаний с капиталом 834 млн фунтов⁷⁶³. В США в эти годы было учреждено 4176 компаний, в Германии – 775 компаний. Значительная часть новых

⁷⁵⁹ L'Economiste Francais. – 1886. – 6. XI. – P. 558. «Первый поворот в состоянии мировой экономики после глубочайшего упадка, когда-либо пережитого со времени континентальной блокады, произошёл благодаря многочисленным и значительным военным заказам многих европейских правительств. Вначале английский парламент предоставил британскому правительству кредит в 11 млн фунтов... Большая часть этой значительной суммы была использована для расширения военного флота и дала этим большой толчок английской чёрной металлургии. За этим последовали растущие вооружения Франции, России и государств Тройственного союза. За оживлением металлургии, вызванным этими приготовлениями, потребовавшими сотен миллионов, последовало повышение цен на уголь» (Wirth M. Geschichte der Handelskrisen / M. Wirth. – Berlin: Ayer Publishing, 1890. – S. 680).

⁷⁶⁰ Британские иностранные инвестиции, достигавшие 75 млн фунтов в 1870–1873 гг., в 1877–1879 гг. сократились до 22 млн, а затем начали расти до 50 млн в 1880–1882 гг., 56 млн в 1883–1887 и 103 млн фунтов в 1888–1890 гг. (Гобсон Ч. Экспорт капитала / Ч. Гобсон. – М.: Издательство Комкадемии, 1928. – С. 190).

⁷⁶¹ Borsen-Enquete-Commission. Statistische Anlagen. – Berlin, 1883. – S. 210.

⁷⁶² В 1890 г. американские иностранные инвестиции (преимущественно в Мексике) достигли 500 млн долларов (в 1880 г. – 200 млн) (Doane R. The measurement of American wealth: A study of the monetary measures of the total wealth, income, expenditures, profits, losses, debts and savings of American producers, consumers and institutions, from 1860 to 1933 / R. Doane. – N.Y.: Harper, 1933. – P. 10, 11).

⁷⁶³ В 1863–1856 гг. – 2821 компания с капиталом 583 млн фунтов; в 1872–1874 гг. – 3591 компания с капиталом 385 млн фунтов; 1880–1882 гг. – 4515 компаний с капиталом 634 млн фунтов.

компаний имела спекулятивный характер и капитал их был сравнительно небольшим; многие возникли путём реорганизации существовавших ранее частных предприятий.

Волна учредительства сопровождалась крупными эмиссиями акций. Общемировой объём выпуска железнодорожных и промышленных бумаг составил в 1889 г. более 8 млрд франков (в 1872 г. – лишь 5,2 млрд франков, в 1881 г. – менее 3 млрд франков). Такие крупные эмиссии имели сугубо спекулятивные цели. Типичным был механизм получения прибыли в горнодобывающих компаниях (с 1886 по 1890 г. их было учреждено более 1 тыс.). Многие из них были сразу обречены на банкротство из-за разводнения акционерного капитала. «Около 75% номинального капитала поглотили учредители и посредники по сбыту акций и лишь 25% осталось в качестве работающего капитала... Во многих случаях... компании вообще едва ли имели какой-либо работающий капитал. В ещё большем числе случаев он оказался явно недостаточным. Чтобы разместить огромную массу новых ценностей, учредители пускались на всякие уловки»⁷⁶⁴.

Наибольший размах учредительский бум приобрёл в 1889 г., когда отмечалась «небывалая активность в организации новых финансовых и промышленных компаний. Очень крупная часть вложенных денег была буквально выброшена на ветер. Она попала в карманы учредителей, маклеров, кучи финансовых паразитов»⁷⁶⁵. Этот бум был прямо связан с экспортом капитала – за счёт иностранных инвестиций в других странах учреждались акционерные компании, главным образом с целью получения прибыли от продажи акций.

Типичным примером была Аргентина. В это время это была быстроразвивающаяся аграрная малонаселённая страна с населением всего около 4 млн человек. Однако только лишь в 1882–1889

⁷⁶⁴ «Например, некоторые компании по разработке южноафриканских золотых рудников объявили о выплате такого дивиденда, который должен был поглотить всю валовую добычу золота, не оставив ничего для покрытия издержек производства» (Economist. – 1889. – 12.1. – P. 38–39).

⁷⁶⁵ «Но для новых железнодорожных, горнодобывающих и тому подобных предприятий были произведены очень крупные затраты на покупку оборудования и пр., послужившие сильным толчком для некоторых важных отраслей английской промышленности. Большая часть этих издержек наверняка никогда не будет возмещена, и конечный результат затраты капитала, вложенного в предприятия, не имеющие никаких надежд на успех, следует признать вредным. Но временно эти издержки сыграли свою роль, заставив быстрее вращаться колёса промышленности» (Commercial History and Review of 1889 // Economist Supplement. – 1890. – P. 3).

гг. в Аргентине было учреждено почти 300 акционерных компаний с общим капиталом 841 млн долларов⁷⁶⁶. Такой бум, явно не соответствовавший экономическому развитию страны, стал возможным только за счёт притока иностранного капитала, преимущественно британского. Стоимость только лишь государственных внешних займов Аргентины, размещённых в Великобритании, составляла 65 млн фунтов⁷⁶⁷.

Кризис 1890 г.

Подъём 1887–1888 гг., сопровождавшийся массовой биржевой спекуляцией, был не очень долгим, и уже в 1890 г. в Европе начался очередной кризис, достигший США в 1893 г. Явные признаки близкого кризиса стали отмечаться с конца 1889 г. – усилилась напряжённость на финансовых рынках, росли учётные ставки, всё труднее было получить кредит на выгодных условиях. В Великобритании и США 1890 год также начался с ростом учётных ставок и с тенденцией к снижению курсов акций, но более всего кризисные проявления продолжали отмечаться в Германии, и в марте 1890 г. финансовый кризис приобрёл там особую остроту.

Во время финансового кризиса в Германии инвесторы стали избавляться от большого количества аргентинских ценных бумаг, что вызвало их обесценивание в Лондоне и Париже. После этого в марте 1890 г., когда финансовый кризис в Германии был в самом разгаре, в Аргентине начались банкротства, затем настал коллапс банковской системы и в стране начались массовые беспорядки. Кризис в Аргентине, а также последовавший за ним кризис в Уругвае и ряде других стран Южной Америки создал серьёзные проблемы в Лондоне – гораздо большие, чем мартовский кризис в Берлине. Слишком большие капиталы британских инвесторов были вложены в Аргентину, в особенности одного из известнейших

⁷⁶⁶ Только за один 1889 г. появились 132 новые компании с капиталом 465 млн долларов. Значительная часть этих компаний была связана с железными дорогами (в 1880–1892 гг. в Аргентине было проложено почти 11 тыс. км железных дорог, ещё около 30 тыс. км было разрешено к постройке).

⁷⁶⁷ Особенно сильно распространилась спекуляция землёй. Из 841 млн долларов совокупных капиталов аргентинских компаний, основанных в 1882–1889 гг., более 500 млн приходилось на долю ипотечных и страховых банков, а также других финансовых компаний, непосредственно занимавшихся спекулятивными операциями с землёй. Естественным следствием всего этого стала девальвация аргентинской валюты, обесценившейся в четыре раза. Приближение кризиса было неминуемым.

банков Baring Brothers. Британский капитал искал себе выгодного размещения за пределами ограниченного внутреннего рынка, то же самое касалось и продукции британской промышленности. Если раньше в центре внимания британских инвесторов были США, то теперь – Аргентина. Последствия от раздувания в неразвитой стране железнодорожного бума были прогнозируемы – волна кризиса в Великобритании, получившая название «кризиса Бэрингов»⁷⁶⁸.

В ноябре 1890 г., когда банк Бэрингов приостановил платежи, на Нью-Йоркской бирже началась паника из-за падения курсов американских бумаг в Лондоне. Кризис принял всеобщий характер. Банк Бэрингов был тесно связан с Банком Англии, владевшим крупным пакетом бумаг Бэрингов. Начался массовый отток золота и в ноябре 1890 г. золотые запасы Банка Англии снизились до 18,6 млн фунтов (в апреле этого года они составляли 22,5 млн), несмотря на повышение учётной ставки с 3% до 6%. Казалось, что «крах неминуем», и падение курсов будет иметь «гибельные последствия»⁷⁶⁹. Общий крах удалось предотвратить благодаря полученной Банком Англии помощи – на 3 млн фунтов золотом от Банка Франции и 1,5 млн фунтов от правительства России⁷⁷⁰.

Кризис в Лондоне ослабел к началу 1891 г., хотя рост количества банкротств продолжался ещё три года. В общей сложности с 1890 по 1893 г. обанкротилось более 30 тыс. британских компаний с капиталом 54 млн фунтов. Совокупный капитал вновь основанных компаний сократился с 354 млн фунтов в 1888 г. до 97 млн в 1893 г.

Паника в Лондоне совпала по времени с обострением кризиса в США. На американском финансовом рынке 1890 г. начался «большим напряжением денежного рынка, и 2 января за кредиты... платили 25%, в некоторых случаях до 45%»⁷⁷¹. Учётная ставка ос-

⁷⁶⁸ Из 30 млн фунтов аргентинских и уругвайских облигаций, выпущенных в 1888–1890 гг., не менее половины размещались банком Бэрингов. С учётом акций, то за один лишь 1888 г. этот банк эмитировал аргентинских бумаг на 28 млн фунтов (Economist. – 1890. – 12. VII. – P. 891; Raffalovich A. La crise de Londres en novembre 1890 / A. Raffalovich // Journal des Economistes. – Т. IV. – P. 324).

⁷⁶⁹ Economist. – 1890. – 15. XI. – P. 1440, 1441.

⁷⁷⁰ «Русское финансовое ведомство оказало тогда большую услугу Английскому банку и английскому денежному рынку, согласившись на продолжительное время отсрочить обратное получение своих депозитов, которые оно имело на много миллионов фунтов стерлингов как у упомянутого дома Бэринг, так и у других перво-классных домов на текущем счету» (Брандт Б. Ф. Торгово-промышленный кризис в Западной Европе и России (1900–1901 гг.) / Б. Ф. Брандт. В 2 т. Т. 1. – СПб.: Тип. В.Ф. Киршбаума, 1904. – С. 76).

⁷⁷¹ Commercial and Financial Chronicle. – 1891. – 3. 1. – P. 13.

тавалась повышенной. Когда после аргентинского краха в Лондоне началась всеобщая паника, британские инвесторы стали массового избавляться от американских ценных бумаг, которые возвращались обратно в США, создавая отток золота. Первая волна паники на биржах в США началась в августе, а максимальной паника была 15 ноября после сообщения из Лондона о крахе банка Бэрингов.

Помимо Великобритании, США, Германии и Франции, влияние кризиса 1890 г. ощущалось во многих странах, от Австро-Венгрии и России до Японии и Бразилии. Особенно заметным был кризис в Австро-Венгрии, где отмечались многочисленные банкротства и падение курсов акций. В большинстве стран Европы заметно сократилась внешняя торговля, объёмы экспорта-импорта и операций на внутреннем рынке. В Латинской Америке кризис затронул не только Аргентину, но и Уругвай, Бразилию и ряд других стран. Кроме того, особенно заметным кризис стал в 1893 г. в Австралии, где перед тем за счёт британских капиталов начался массовый железнодорожный бум⁷⁷².

Причины кризиса 1890 г. понимались по-разному. Иногда в качестве причины называлась «необычайно сильная утечка английских капиталов в Уругвай, Бразилию, Австралию и в особенности в Аргентину»⁷⁷³. Кризис 1890 г. был очередным циклическим кризисом, наступление которого было столь же закономерным, как и предыдущих кризисов. К особенностям кризиса 1890 г. можно отнести роль масштабного экспорта капитала в Аргентину, Австралию и другие страны в создании предкризисного бума и дестабилизации.

⁷⁷² «Кризис, царящий в Мельбурне, углубляется с каждой неделей, несмотря на наступление сезона – середины лета. Недостаток работы вызывает много нужды среди рабочего класса, тысячи не имеют работы. Розничные торговцы страдают от сильного уменьшения сбыта, таможенные поступления продолжают падать. Рынок ценных бумаг не показывает никаких признаков улучшения с самого начала года... В катастрофическом состоянии остаётся рынок недвижимого имущества» (Economist. – 1892. – 19. – III. – P. 381; 1893. – 28. I. – P. 99).

⁷⁷³ Vialles P. La consommation et les crises économiques / P. Vialles. – Paris: Giard et Brière, 1903. – P. 345. «Главную причину затруднений следует искать в чрезмерно большом кредите, который был предоставлен Аргентине европейским капиталом» (Raffalovich A. Les crises commerciales et financières depuis 1889. – Paris: Guillaumin, 1900. – P. 51).

Последствия кризиса 1890 г. ощущались до середины десятилетия – общее количество банкротств в США, Великобритании, Германии и Франции достигло 180 тысяч. Банкротства и ликвидация слабых, не переживших кризис предприятий освобождали место на рынке для монополистов, роль которых в новом цикле ещё больше возросла. Потенциальные инвесторы накапливали во время спада свободные капиталы, чтобы с началом нового подъёма вложить их в такие перспективные отрасли, как электротехника и автомобильная промышленность, начавшая зарождаться в то время.

Переход от послекризисной депрессии к новому подъёму происходил неравномерно. Первые признаки подъёма проявились в России, где быстро развивалась тяжёлая промышленность, привлекавшая значительные французские и бельгийские инвестиции. В 1893 г. докризисные объёмы производства были достигнуты и превышены в Германии, а в Великобритании оживление в экономике началось в 1895 г.

Однако к тому времени ключевая роль уже перешла от Великобритании к США, основному двигателю роста мировой экономики. А в США промышленность в 1894 г. ещё была в угнетённом состоянии; оживление наметилось только в 1895 г., когда в угледобывающей и металлургической промышленности был достигнут и превзойдён докризисный уровень производства. Переход экономики США к новому подъёму сразу же отозвался в Европе. Рост спроса со стороны США стимулировал рост производства в британской металлургической промышленности, а в некоторых отраслях – немецкой и французской промышленности. «Без сомнения, в первую очередь это улучшение произошло вследствие повышения цен в США»⁷⁷⁴.

Причины этого оживления были связаны с технологическими инновациями (в особенности в электротехнической и химической отраслях промышленности), стимулировавшими учреждение многочисленных новых предприятий и появление на рынке их ценных бумаг. Рост потребления привёл к формированию новых товарных рынков, а расширение общемировой транспортной сети железных дорог, в особенности в отдалённых от Европы регионах мира (колонияльных или полуколонияльных в то время), ещё более увеличило возможности сбыта продукции новых предприятий. Беспре-

⁷⁷⁴ Iron Age // Economist. – 1896. – 2. 1. – P. 25–26.

цедентный рост транспортной сети, нуждающейся в угле, рельсах и другом оборудовании, вызвал подъём в горнодобывающей и металлургической промышленности – «ныне первостепенной отрасли», оживление в которой «отразилось и в других отраслях промышленности». Это оживление «из Соединённых Штатов и Германии», где оно проявилось более всего, затем «распространилось на весь... мир»⁷⁷⁵.

Однако к концу 1895 г. оказалось, что оживление в американской промышленности было в большой степени искусственным и носило спекулятивный характер – на рынок были выброшены накопленные и не реализованные запасы продукции металлургической промышленности, что создало лишь видимость подъёма. Действительное оживление в промышленности США началось только в 1897 г., и после этого общий экономический подъём приобрёл мировые масштабы. В Великобритании оживление началось с опозданием, в 1898 г., но это был «год действительного процветания промышленности»⁷⁷⁶.

Особенность нового мирового подъёма конца 1890-х годов была в том, что железнодорожное строительство, до того всегда выполнявшее роль основного двигателя экономического роста, в передовых странах отошло на задний план. Поэтому основной причиной нового подъёма конца 1890-х годов как в США, так и в Германии стало расширение основного капитала промышленных предприятий. Особенно быстро росла электротехническая промышленность, производившая оборудование для электростанций, трамвайных линий и т. п. Быстро росли объёмы мировой торговли⁷⁷⁷.

Рост объёмов мировой торговли на рубеже двух столетий был тесно связан с процессами экономической и финансовой глобализации, со строительством железных дорог в Азии, Африке, Южной Америке и Австралии и, главным образом, с интенсивностью экспорта капитала. В 1892–1902 гг. основные участники мировой экономической системы – Великобритания, Франция, Германия и

⁷⁷⁵ Экономический обзор 1900 г. // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1901. – № 7. – С. 365–372.

⁷⁷⁶ Commercial History and Review of 1898 // Economist Supplement. – 1899. – P. 1.

⁷⁷⁷ С 56,8 млрд марок в 1883 г. до 62,9 млрд в 1891 г. и 79,2 в 1900 г. Среднегодовой прирост составлял 0,76 млрд в 1891 г. и 1,82 млрд в 1900 г. (Wagemann E. Struktur und Rhythmus der Weltwirtschaft - Grundlagen einer weltwirtschaftlichen Konjunkturlehre / Wagemann E. – Berlin: R. Hobbing, 1931. – S. 389).

США инвестировали в другие страны и регионы мира в общей сложности 30–40 млрд франков.

Столь значительные капиталы не только ускоряли экономический рост в странах – реципиентах инвестиций, но и расширяли основу циклического подъёма конца 1880-х годов. Кроме того, к середине 1890-х годов за счёт интенсификации сельского хозяйства был, наконец, преодолен мировой аграрный кризис, длившийся около двух десятилетий.

Беспрецедентная аккумуляция капитала в конце XIX в. была причиной столь же беспрецедентной эмиссии ценных бумаг, выросшей с 45 млрд франков в 1871–1875 гг. до 60 млрд в 1896–1900 гг.⁷⁷⁸ (из них железнодорожных и промышленных ценных бумаг – на 28,2 млрд франков, бумаг кредитно-финансовых учреждений – на 6 млрд франков). Общемировой объём инвестиций в торгово-промышленные предприятия и железные дороги был примерно в два раза больше.

Значительная часть капиталов, вовлечённых в эмиссию ценных бумаг, была использована для биржевой спекуляции. Так, в Германии в 1897–1899 гг. эмиссия ценных бумаг составила около 7 млрд марок за три года. За один только 1899 г. выпуск промышленных акций достиг 516 млн марок, из них реальные инвестиции в промышленность не превышали 450 млн марок. А так как курс размещения акций из-за спроса был почти на 60% больше номинала, в целом по ним было собрано более 850 млн марок, из которых около 400 млн получили банки и биржевые игроки. Этот пример наглядно показывает, насколько большая часть капиталов отвлекалась на спекулятивные операции, усиливая напряжённость на финансовом рынке.

Значительно возросла учредительская активность⁷⁷⁹, для чего необходимо было расширение кредита. Экспансия кредита – верный признак нарастающего бума и приближения кризиса, – в этот

⁷⁷⁸ В предыдущие десятилетия эмиссия была существенно ниже – 31 млрд в 1876–1880 гг.; 22,3 млрд в 1881–1885 гг.; 40,4 млрд в 1886–1890 гг.; 40,4 млрд в 1891–1895 гг.

⁷⁷⁹ В Великобритании количество учреждённых акционерных обществ выросло с 12,1 тыс. в 1886–1890 гг. до 14,8 тыс. в 1891–1895 гг. и 25,1 в 1896–1900 гг. Капиталы учреждённых обществ составляли соответственно 1150 млн фунтов. В Германии за те же годы количество учреждённых компаний составляло 1027, 634, 1389; совокупные капиталы – 1100, 578, 1998 млн фунтов. Во Франции – 2301, 2917, 5029; капиталы – 2100, 2425, 6031 млн фунтов (Трахтенберг И. А. Денежные кризисы (1821–1938 гг.) / И. А. Трахтенберг. – М.: Изд-во Академии наук СССР, 1939. – С. 543, 703, 762, 801).

раз была особенно стремительной. К 1899 г. промышленный подъём был максимальным; максимальным было и напряжение на товарном и финансовом рынках. Казалось, что спрос начинает опережать предложение – и на товары, и на капиталы.

По мере возрастания покупательной способности увеличивался и спрос на важнейшие виды промышленной продукции как на внутренних рынках, так и в международной торговле. «Превращение оборотных капиталов в основные и отвлечение их в отдалённые страны», а также «на непроизводительные цели» не могло не создать «стеснённого положения денежного рынка, на котором всё более и более стала ощущаться недостаточность свободных капиталов, что выразилось в необычном повышении дисконта, особенно по краткосрочному кредиту». Ко всему этому добавились «излишества биржевой спекуляции», прежде всего с промышленными бумагами новых горнодобывающих и металлургических предприятий⁷⁸⁰.

Наверное, об этом времени написал в конце XIX века бельгийский поэт Эмиль Верхарн (1855–1916): «Жар биржевых боёв, горячка, страсть наживы, Молитв о золоте неисчислимый хор, Блеск одержимых глаз... С ума на биржах сводит Мечта о золоте, несытая мечта!»⁷⁸¹.

Спад и кризис 1900 г.

Когда началось «усиленное сжатие кредита», оно породило «страх и недоверие»... налицо был «один из основных факторов, вызывающих кризисы: торгово-промышленное оживление, выражающееся в усилении производства... сопряжено было, с одной стороны, с превращением массы оборотных капиталов в постоянные, с другой же стороны, оно сопровождалось нарушением соответствия цен на сырьё и полуфабрикаты ценам на готовые изде-

⁷⁸⁰ Экономический обзор 1900 г. // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1901. – № 7. – С. 365–372.

⁷⁸¹ «Горящий взгляд, пугливые движенья И миллионов – в голове – круженье, И страхом все вокруг равны... Доверив суть афер своих Лишь тайне книжек записных, То по рукам, то сорвалось, И всюду торг, обман и злость, И воздух цифрами пропах» (Верхарн Э. Горда / Э. Верхарн. – http://lib.ru/POEZIQ/WERHARN/verhaeren1_1.txt).

лия». Поэтому в 1899 г. в «сведущих кругах» заговорили о появлении признаков «надвигающегося кризиса»⁷⁸².

Первая волна финансового кризиса началась летом 1899 г. в России, где подъём конца 1890-х был особенно бурным за счёт иностранных инвестиций в тяжёлую промышленность. К сентябрю биржевая паника достигла максимума. События в России ускорили созревание кризиса в других странах. По словам обозревателя петербургской «Торгово-промышленной газеты», панические настроения овладели всеми мировыми биржами. Причина этого – «господствующее повсюду денежное стеснение», повышение стоимости кредита в Нью-Йорке, а также значительное снижение золотого запаса Банка Англии⁷⁸³. Общее состояние мирового финансового рынка в это время характеризуется «повсеместным вздором капитала» в 1900 году⁷⁸⁴.

В начале 1900 г. наступил перелом в американской металлургической промышленности – цена на металл снизилась в 1,5 раза, а производство сократилось на 30%. На биржах средний курс промышленных акций снизился с 75 долларов в сентябре 1899 г. до 56 долларов в сентябре 1900 г. В других странах в первой половине

⁷⁸² Среди этих признаков было не только «необычайное отягощение вексельных портфелей в банках» и «непомерное повышение официального дисконта, который германским имперским банком был доведён до небывалой за всё время его существования нормы в 7%, но и на признаки приближающегося перепроизводства». Цены на готовую продукцию «не поднимались соответственно бурному повышению цен на сырьё и полуфабрикаты», а это было верным признаком отставания спроса на готовую продукцию от «спроса предпринимателей на средства производства». Так, с начала 1899 по начало 1900 г. спрос на строительные материалы в Германии продолжал расти, увеличившись на 12%, но спрос на готовые объекты не только не вырос, но и снизился на 2,3% (Экономический обзор 1900 г. // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1901. – № 7. – С. 366).

⁷⁸³ Торгово-промышленная газета. – 1899. – 17 дек. Учётная ставка в США повысилась в 1899 г. до 11,1% (в 1888 г. она была 2,4%), в Англии – до 6% (в 1898 г. 4%), в Германии ставка Рейхсбанка была повышена до 7%. «Налицо напряжение денежного рынка, какого Германия не знала десятилетия» (Loeb E. Die Berliner Grossbanken in den Jahren 1896 bis 1902 / E. Loeb // Die Storungen im dt. Wirtschaftsleben wahrend dj. 1900 ff. Bd. 6. – Leipzig, 1903. – S. 294).

⁷⁸⁴ Это подтверждают изменения котировок частного дисконтирования векселей, «который является в этом отношении самым чувствительным барометром, более верно отражающим фактическое положение вещей, нежели официальный учётный процент центральных банков». В Берлине частный дисконт снизился с 3,81% в 1890 г. до минимального уровня 1,62% в 1894 г., после чего начался устойчивый рост до 4,40% в 1900 г. В Лондоне дисконт снизился с 3,50% в 1890 г. до минимума – 0,92% в 1895 г., после чего начал расти и достиг 3,64% в 1900 г. (Экономический обзор 1900 г. // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1901. – № 7. – С. 365–372).

1900 г. «оживление» середины 1890-х ещё продолжалось, а перелом наметился во второй половине года: «наступил застой, а в некоторых отраслях промышленности и попятное движение»⁷⁸⁵.

К середине июня 1900 г. кризис распространился в Германии⁷⁸⁶, где «было подорвано доверие даже к самым солидным банкам, к сберкассам... Всё перенапряжённое здание германской кредитной системы грозило обвалом»⁷⁸⁷. Началась паника и массовое изъятие вкладов, и только вмешательство Рейхсбанка, за одну неделю предоставившего 392 млн марок, спасло основные банки. Сокращение производства происходило и во Франции, и в Великобритании. «Нет ни одной отрасли английской промышленности, которая не пострадала бы от повышения стоимости производства, вызванного дороговизной угля»⁷⁸⁸.

«Перелом в ходе промышленных дел, наступивший в 1900 году», ранее всего и сильнее всего проявился на бирже – «этом чувствительнейшем органе экономического организма»... Быстро распространившиеся «опасения, что близится конец необычайно благоприятной конъюнктуры, царившей пять лет без перерыва, прежде всего сказались на движении биржевых ценностей. Публика, которая в годы промышленного подъёма распродала ценности с определённым доходом и бросилась на дивидендные бумаги, сначала стала относиться к последним с опасением», а затем начала «спешно сбывать их, чтобы вернуться к государственным фондам и облигациям, которые, после долгого застоя, опять пошли в ход»⁷⁸⁹.

⁷⁸⁵ К экономическим факторам, приближающим кризис, добавились политические осложнения 1900 года: война в Южной Африке привела к прекращению добычи золота, а так как южноафриканские месторождения золота были на то время важнейшими, это привело к возникновению дефицита золота на мировых рынках. А беспорядки в Китае, крупнейшем потребительском рынке товаров, экспортируемых из Европы и США, привели к сокращению совокупного экспорта всех стран с 1899 по 1900 г. на 182 млн руб. (Экономический обзор 1900 г. // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1901. – № 7. – С. 366).

⁷⁸⁶ Ещё в мае обанкротилось несколько крупнейших немецких банков – Pommeranbank-Gruppe (Pommersche Hypotheken-Aktienbank), Berlin und Meklenburg Strelitzsche Hypothekenbank, в июне – Dresdner Kreditanstalt und Leipziger Bank.

⁷⁸⁷ Helfferich K. Der deutsche Geldmarkt 1895 bis 1902 und Der Kurzfristige Kredit. Die Kreditbanken und Die Krisis (Vereins für Socialpolitik. Vol. 110) / K. Helfferich. – Berlin, 1903. – S. 75–77.

⁷⁸⁸ Commercial History and Review of 1900 // Economist Supplement. – P. 1.

⁷⁸⁹ Экономический обзор 1900 г. // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1901. – № 7. – С. 367.

Когда началось общее снижение курсов акций, мировые биржи понесли значительные потери: Берлинская – 1524 млн марок, Венская – 2967 крон. Парижская биржа только лишь на 9 основных ценных бумагах потеряла 253,5 млн франков (в особенности велики были потери на российских металлургических акциях, на которые разница между высшим курсом в начале года и низшим в конце колебалась в диапазоне 300–1200 франков за акцию). Сократилась и эмиссионная деятельность⁷⁹⁰.

В Европе влияние кризиса ощущалось почти во всех странах. Кроме Германии, где кризис стал особенно глубоким после предшествовавшего промышленного бума, кризиса не избежали и страны, которые участвовали в недавнем подъёме в меньшей степени», в том числе во Франции и в Австрии. В Австро-Венгрии перепроизводство и последующий кризис ощущались во всех отраслях промышленности (металлургической, машиностроительной, деревообрабатывающей, сахарной и др.), где происходили массовые увольнения. В Бельгии кризис затронул машиностроительную и текстильную промышленность; ощущалось его влияние в Голландии и Норвегии. «Торговый и промышленный кризис, свирепствующий в Европе, не обошёл также и Швейцарию. Его отражением на денежном рынке явилось резкое падение курсов акций», начались затруднения в промышленности, сократились доходы железных дорог⁷⁹¹. Воздействие кризиса было заметно в странах Латинской Америки, а также в Австралии. Кризис 1900 г. был первым из мировых кризисов, затронувшим Японию «эпохи Мэйдзи», где в 1900 г. замедлился рост железнодорожной сети (в 1901 г. он был в 2,8 раза меньше, чем в 1898 г.); экспорт сократился на 5%, импорт – на 11%⁷⁹².

⁷⁹⁰ Общая сумма всех эмиссий на мировых рынках в 1899 и 1900 гг. мало отличалась и даже незначительно выросла с 11,2 млрд франков до 11,8 млрд, однако характер эмиссионных операций изменился. Доля облигаций, связанных с государственными и муниципальными займами выросла с 22,1% от общего объёма эмиссии в 1899 г. до 40,4% в 1900 г., а капиталы, вложенные в железнодорожные и промышленные бумаги, в 1900 г. заметно уменьшились, составив лишь 59,56% всех эмиссий, в отличие от 72,34% всех эмиссий в 1899 г. Эта выраженная тенденция была связана с тем, что инвесторы стали отдавать явное предпочтение бумагам с фиксированным доходом, а интерес к акциям ослабел (Экономический обзор 1900 г. // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1901. – № 7. – С. 369).

⁷⁹¹ L'Economiste Francais. – 1902. – 9. XI. – P. 637–638.

⁷⁹² После победы в войне с Китаем (1894–1895 гг.) Япония получила военную контрибуцию 350 млн иен, что ускорило общий подъём конца 1890-х годов. К этому времени Япония уже имела достаточно связей с мировой финансовой системой, чтобы ощутить на себе влияние кризиса 1900 г. С конца 1898 – начала 1899 г. нача-

Так в 1900 году «наступил конец и всему торгово-промышленному оживлению» в промышленно развитых странах «начиная с 1895–1896 гг.» – оживлению, «которое ни по размерам, ни по продолжительности... не имело себе равного в экономической истории Европы»⁷⁹³. Особенностью кризиса 1900 г. было то, что он происходил на фоне финансового капитализма, в условиях монополизации производства и возникновения крупных синдикатов (таких как «стальной трест» U. S. Steel). Показательным было и то, что первым кризис начался в тяжёлой промышленности России, бывшей крупным реципиентом иностранных инвестиций.

Период роста 1905–1907 гг.

С начала XX в. интервалы между циклами подъёмов и кризисов стали короче, чем в предыдущем столетии, и составляли в среднем семь лет. В условиях финансовой глобализации и возникновения мирового финансового рынка значительно усилилась взаимная зависимость всех участников этого рынка, что создавало новые возможности и, в то же время, усиливало общую нестабильность и напряжённость на глобальном финансовом рынке.

Последствия кризиса 1900 г. ощущались до 1903 г. В середине 1901 г. рынки ценных бумаг и капиталов переживали период, который «лучше всего характеризуется общим... недоверием. Все главнейшие... биржи, не исключая и нью-йоркской, охвачены этим недугом, который не только отражается на их деятельности, но и влечёт за собой повсеместно... небывалое обесценивание дивидендных бумаг», что приводит к «международному курсовому кризису»⁷⁹⁴.

лись первые затруднения в экономике, в 1900 г. кризис в Японии стал явным, особенно в текстильной промышленности, в то время наиболее развитой. Затронул кризис и зарождавшуюся японскую тяжёлую промышленность (производство чугуна сократилось на 46%, судостроение на 27%) (Мировые экономические кризисы 1848–1935 гг. [Ред. Е. Варга], Т. 1–3. Сравнительные материалы по истории кризисов в важнейших капиталистических странах. – М.: Огиз, 1937. – С. 269–278).

⁷⁹³ Экономический обзор 1900 г. // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1901. – № 7. – С. 365.

⁷⁹⁴ «Напуганная до крайности публика лишилась... спокойствия, которое она около года проявляла по отношению к испытываемым биржевыми бумагами колебаниям, и повсеместно спешит выбрасывать свои бумаги на рынок из опасения дальнейшего их понижения, забывая, что эта поспешность является новым стимулом для курсового понижения». А «местная спекуляция пользуется этим, чтобы сыграть на понижение, и возместить себе этим путём понесённые в своё время на бумагах потери».

На протяжении большей части 1904 г. в Англии продолжалась промышленная и финансовая депрессия, «тяготеющая над ней со времени южноафриканской войны», и только в последние месяцы 1904 г. наметился поворот к оживлению, хотя ещё 1905 год многие называли «неудовлетворительным»⁷⁹⁵. «В Англии экономическое положение на протяжении всего отчётного года было ещё более неудовлетворительным, чем в 1903 г... В экономике Франции и Австро-Венгрии всё ещё наблюдались весьма безрадостные явления... Наиболее благоприятной была картина в Германии»⁷⁹⁶. В то время как Германия уже в 1902 г. вышла из кризиса, в Великобритании он оказался затяжным⁷⁹⁷. В целом даже и в 1904 г. общее состояние мировой экономики всё ещё было депрессивным, особенно в США, где до осени 1904 г. продолжался в острой форме начавшийся в 1903 г. промышленный кризис, заметно сузивший производство.

В период между кризисами 1900 г. и 1907 г. особенно быстро рос экспорт капитала. Великобритания инвестировала в других странах около 415 млн фунтов, Германия – 861 млн фунтов, Франция – 767 млн фунтов. США всё ещё были реципиентом капитала, преимущественно британского, но в то же время начали его реэкспорт в Мексику и Канаду⁷⁹⁸.

Рост мировой торговли был в начале XX в. беспрецедентным⁷⁹⁹, однако темпы акционерного учредительства в начале XX в.

Так «в общий водоворот вовлекаются даже самые солидные ценности» (Международное падение курсов // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1901. – № 27. – С. 43).

⁷⁹⁵ Commercial History and Review of 1904 // The Economist Supplement. – London, 1905. – P. 1.

⁷⁹⁶ Calwer R. Das Wirtschaftsjahr jahresbericht iiber den wirtschaftsund arbeitsmarkt / R. Calwer. – Jena, 1904. – Teil II. – S. 1.

⁷⁹⁷ «Тяжёлое налоговое бремя, которое мы вынуждены нести, отрицательно влияет на покупательную способность населения, ибо взвинчены и государственные, и местные налоги; вызванное этим сокращение спроса на товары в свою очередь уменьшает спрос на труд, обрекает большую, чем обычно, долю трудящихся на безработицу, а многих работающих на сниженную заработную плату» (Commercial History and Review of 1904 // The Economist Supplement. – London, 1905. – P. 1).

⁷⁹⁸ К 1909 г. общий объём американских инвестиций в других странах достиг 2 млрд долларов (500 млн в Канаде, около 700 млн в Мексике) (Dunn R. American Foreign Investment / R. Dunn. – New York: B.W. Huebsch and the Viking Press, 1926. – P. 2).

⁷⁹⁹ Объём операций в текущих ценах вырос с 13,5 млрд долларов в 1883 г. до 18,5 млрд в 1900 г. и 27,0 млрд в 1907 г. Темпы годового прироста составляли 1,4% в 1882–1891 гг., 2,6% в 1891–1900 гг., 5,2% в 1900–1907 гг. Темпы роста экспорта составляли в Англии 1% в 1890–1900 гг., 5,6% в 1900–1907 гг.; в США в эти же годы – 4,7% и 3,9%; в Германии – 3,3% и 5,8%; во Франции – 1,1% и 3,8%. Обращает на

снизились⁸⁰⁰. В то же время дивиденды акционерных компаний увеличивались⁸⁰¹. Как и во время предыдущих подъёмов, всё большей становилась экспансия кредита (особенно в 1903–1907 гг. в США и Германии; Англия в этом отношении значительно отставала). Однако в целом рост объёма кредита был меньшим, чем перед кризисом 1900 г.⁸⁰²

Мировая эмиссия ценных бумаг заметно выросла с 60,0 млрд франков в 1896–1900 гг. до 93,5 млрд франков в 1903–1907 гг. (прирост 56%). Наибольший рост демонстрировал облигационный рынок⁸⁰³. Рост эмиссий ценных бумаг был тесно связан с экспортом капитала, и неслучайно увеличение эмиссий в начале XX в. затронуло именно облигационный рынок. В Англии и Франции, основных экспортёрах капитала, 70–75% составляли внешние эмиссии; в Германии, где экспорт капитала был менее развит – 57%. Хотя Англия и Франция по темпам роста производства в это время уже отставали от США и Германии, как экспортёры капитала они лидировали.

Паника 1907 г.

По мере приближения очередного кризиса 1907 г. в США «цены и стоимость жизни росли быстрее, чем в любой период прошлого поколения»⁸⁰⁴. В Германии «положение таково, как буд-

себя внимание увеличением темпов роста экспорта, особенно заметное в Англии и Франции.

⁸⁰⁰ В Великобритании в 1886–1890 гг. было учреждено 12,1 тыс. обществ, в 1896–1900 гг. – 25,1 тыс., в 1903–1907 гг. – 22,4 тыс. В Германии в эти же годы – 1,0 тыс., 1,5 тыс., 0,8 тыс.; во Франции – 2,3 тыс., 5,0 тыс., 2,4 тыс. обществ.

⁸⁰¹ Так, дивиденды крупнейших горнодобывающих и металлургических компаний Германии выросли в 1902–1906 гг. с 7 до 12%, металлообрабатывающих – с 6 до 11%, химических – с 11 до 17% и т. д.

⁸⁰² Суммарный объём кредитных операций банков в Великобритании составлял 519 млн фунтов в 1889 г., 683 млн в 1900 г. и 727 млн в 1907 г. (прирост 32% в 1893–1900 гг. и 7% в 1900–1907 гг.). Во Франции в те же годы – 923 млн франков, 1683 млн, 1834 млн (прирост 82% и 9% соответственно). В США – 4198 млн долларов, 6631 млн и 9032 млн (прирост 58% и 36%). В Германии – 2894 млн марок, 6525 млн, 11 347 млн (прирост 126% и 74%).

⁸⁰³ Суммарный объём государственных и муниципальных займов увеличился за эти годы на 80% (с 15,3 до 27,6 млрд франков), конверсионных займов – на 115% (с 10,5 до 22,6 млрд франков). Объём ценных бумаг финансово-кредитных учреждений (преимущественно банков) вырос на 38% (с 6,0 до 8,3 млрд франков), промышленных и железнодорожных компаний – на 24% (с 28,2 до 35,0 млрд франков).

⁸⁰⁴ «Рост был наиболее велик на товары, подобные стали и свинцу, продукция которых в США в основном контролируется одной крупной корпорацией. Наиболее яв-

то позади не период блестящего процветания, а, скорее, европейская война или аналогичное событие стихийной разрушительной силы»⁸⁰⁵. В Англии в 1907 г. «высокие цены на продовольствие препятствовали спросу на товары, удовлетворяющие менее насущные потребности, и предметы комфорта. Это должно быть учтено при объяснении перелома конъюнктуры, наступившего в начале второго полугодия»⁸⁰⁶.

Главный эпицентр кризиса 1907 г. был в США, где биржевой бум подогревался европейскими капиталами, вкладывавшимися в спекулятивные операции. В игру с ценными бумагами было вовлечено около 500 млн долларов британских кредитов и около 300 млн долларов кредитов, выданных американскими банками. В США было запрещено повышать более 6% ставку на кредиты с определённым сроком, но это ограничение не распространялось на кредиты до востребования, использовавшиеся для финансирования биржевых спекуляций. Кроме того, для участия в биржевой игре нью-йоркские банки использовали депозиты провинциальных банков (около 45% всех депозитов). Это ускорило приближение кризиса, и многие тогда считали, что банки больше обслуживают биржевую спекуляцию, чем промышленность.

Напряжение на мировых финансовых рынках начало ощущаться с конца 1906 г. В Англии учётная ставка была повышена с 4% в конце 1905 г. до 6% в конце 1906 г., в Германии с 6% до 7%, в банках США с 5,8% до 6,3%. Началось снижение курсов акций (за год в среднем на 6–10%). В таких условиях во второй половине 1906 г. американская железнодорожная компания Union Pacific на-

ственно это видно в медной промышленности со времени организации в 1899 г. Amalgamated Copper Company с капиталом в 153 млн долларов... В 1904 г. средняя цена фунта меди была лишь 13,1 цента, в начале 1907 г. – 25,8 цента... Нарастало горькое недовольство увеличивающейся дороговизной жизни. Действительно, нет никаких сомнений, что большая часть населения, включая низкооплачиваемых рабочих, и служащих, и лиц с небольшим фиксированным доходом, неуклонно при-
нуждалась к уровню жизни более низкому, чем их обычный» (Noyes A. D. Forty years of American finance / A. D. Noyes. – N. Y.: G. P. Putnam's Sons, 1909 (reprint: Ayer Publishing, 1980). – P. 315–316, 318–319).

⁸⁰⁵ «Уже в прошлом году широкие слои населения были не рады высокой конъюнктуре, ибо в результате вздорожания всех жизненных средств они потеряли всё то (и, пожалуй, даже больше), что они получили в качестве добавочного дохода в результате хорошего экономического положения. С тех пор стало не лучше, а хуже» (Feiler A. Das Ende der Hochkonjunktur. Rückblicke auf das Wirtschaftsjahr 1907 / A. Feiler. – Frankfurt a/M.: Neuer Frankfurter Verlag, 1908. – S. 4–5).

⁸⁰⁶ Commercial History and Review of 1907 // The Economist Supplement. February 1908. – P. 1.

чала крупную игру на повышение, подняв дивиденд с 6 до 10%, после чего за одни сутки курс акций компании вырос на 35 пунктов. Чтобы создать ажиотаж на бирже, компания начала скупать акции железных дорог, направив на это около 130 млн долларов, после чего общий объем операций с акциями на Нью-Йоркской бирже достиг 284 млн долларов. Однако в сентябре средние курсы акций снова начали снижаться, что совершенно не входило в планы тех, кто вёл игру на повышение. Под угрозой оказались огромные капиталы, вложенные нью-йоркскими банками в биржевую игру. Для обеспечения стабильности банков на помощь пришло казначейство США. Всё это создало повышенный спрос на золото, и из Европы в США перетекло золота на 36 млн долларов. Отток золота в США вызвал беспокойство в Банке Англии, поднявшем ставку до 6% и предупредившем лондонские банки, что ставка будет ещё больше повышена, если банки не прекратят учитывать американские векселя. Однако игра на повышение в США не удалась, и курсы железнодорожных акций начали снижаться – сначала медленно, а затем всё быстрее и быстрее. Биржевой кризис разразился в США в марте 1907 г. Только лишь за один день 13 марта акции обесценились на 20%, убытки от снижения курсовой стоимости достигли 2 млрд долларов⁸⁰⁷.

Хотя все считали, что эпицентр кризиса 1907 г. был в США, на Берлинской бирже обвальное падение курсов началось ещё 1 марта. «Недоверие в кругах владельцев промышленных бумаг настолько увеличилось, что начался колоссальный массовый сброс акций, в результате чего падение курсов на бирже на 6–10% было... обычным делом»⁸⁰⁸. С одной стороны, на немецкие биржи бесспорно влияло начавшееся падение курсов ценных бумаг в Америке, с другой стороны, в Германии уже и без того произошёл перелом в подъёме на рынке ценных бумаг и на биржах. «Весной 1907 г. была пройдена высшая точка подъёма»⁸⁰⁹.

⁸⁰⁷ Reibnitz K. Die New Yorker Fondbörse ("Stock Exchange"), ihre Geschichte, Verfassung und wirtschaftliche Bedeutung / K. Reibnitz. – Jena: G. Fischer, 1912. – S. 70, 96.

⁸⁰⁸ Calwer R. Das Wirtschaftsjahr 1907 / R. Calwer. – Jena, 1907. – Teil I. – S. 250.

⁸⁰⁹ «Началось, как обычно, с ограничения строительства... В больших городах, особенно в Берлине и городах Рейнско-Вестфальской области, строили меньше, чем в предыдущем году... Застопоривание строительства вело к уменьшению потребления балок и вскоре к потрясению рынка железа в целом. Уже в первые месяцы года отмечалось снижение спроса и сбыта полуфабрикатов... Когда разразился кризис в США, торговая жизнь Германии уже несколько месяцев шла по нисходящей кри-

В марте 1907 г. в Великобритании также началось падение курсов акций. К 20 марта курсы акций горнодобывающих и промышленных компаний были на 11% ниже, чем месяц назад. Больше всего падение коснулось курсов акций американских железных дорог на Лондонской бирже, снизившихся с 20 февраля по 20 марта на 12%. Снизились курсы ценных бумаг в Австро-Венгрии и других европейских странах.

А в октябре 1907 г. в США началась новая волна паники, связанная на этот раз с акциями медных компаний. Новая попытка игры на повышение, начатая на этот раз United Copper Company, оказалась неудачной, и с 14 по 16 октября курс акций этой компании упал с 60 до 10 долларов⁸¹⁰. К концу октября на Нью-Йоркской бирже царил паника. Стоимость кредита выросла с обычных 6% до 130%. К ноябрю акции железнодорожных компаний обесценились на 34%, промышленных компаний – на 40%. Стоимость 70 основных промышленных акций, которая в начале 1907 г. была равна 3128 млн долларов, снизилась к концу октября до 1522 млн долларов. «Тревога, вызванная главным образом паникой в Нью-Йорке, распространилась по всей стране». «Везде напуганные вкладчики предъявили внезапные требования на деньги своим банкам; банки также везде проявляли недоверие друг к другу; сельские банки выкачивали деньги из городских; все банки всей страны требовали возврата сумм, предоставленных в качестве вкладов или займов Нью-Йорку»⁸¹¹.

Нарушилась вся система денежного обращения. «Дезорганизация денежного обращения выразилась в ограничении банками выдачи наличных денег, в выпуске кредитных сертификатов... в искусном изобретении суррогатов... наличных денег»⁸¹². Всего таких суррогатов денег было выпущено на сумму более 500 млн долларов.

Началось массовое «изъятие вкладов из банков и трастовых компаний... Доверие публики было полностью подорвано... Практически все банки США были вынуждены прекратить платежи наличными». После этого «почти во всех крупных городах, в том

вой» (Esslen J. Konjunktur und Geldmarkt, 1902–1908 / J. Esslen. – Stuttgart: J.G. Cotta, 1909. – S. 27–29).

⁸¹⁰ Hasenkamp A. Die wirtschaftliche Krisis des Jahres 1907 in den Vereinigten Staaten von Amerika / A. Hasenkamp. – Jena: G. Fischer, 1908. – S. 13–14.

⁸¹¹ Sprague O. History of Crisis under the National Banking System / O. Sprague. – Washington: Government Printing Office, 1910. – P. 259.

⁸¹² Andrew A. Substitutes for Cash in the Panic of 1907 / A. Andrew // The Quarterly Journal of Economics. – 1908, August. – Vol. 22. – P. 497–498.

числе в Чикаго, где это раньше никогда не практиковалось, были выпущены в обращение сертификаты расчётных палат. Питтсбургская биржа была закрыта. Заработная плата выплачивалась во многих случаях чеками расчётных палат. За наличные деньги платили премию в 3–4%»⁸¹³. После этого пришлось вмешаться правительству. Американское правительство не только увеличило наличные средства частных банков, вложив депозиты казначейства почти в 1 млрд марок⁸¹⁴, но выразило готовность помочь им с помощью выпуска государственных долговых обязательств на сумму свыше 600 млн марок⁸¹⁵. «Это содействие правительства усилило наступление на золотые резервы Европы. До того оно велось только американским частным капиталом, теперь финансовой мощью всей страны... В этом нечто тревожное для Европы», так как средства, предоставленные американским правительством, были большими, «чем совокупность золотых резервов Английского банка и Германского рейхсбанка, и примерно в 4 раза больше фактического вывоза золота из Европы»⁸¹⁶.

Это не остановило волну банкротств в США⁸¹⁷, и паника успокоилась после того, как 24 октября по инициативе Моргана и Рокфеллера был создан консорциум, предоставивший банкам кредит в общей сложности на 35 млн долларов. Впрочем, нельзя забывать, что эти деньги были предоставлены на условиях, выгодных для Моргана (стоимость данного кредита составляла для различных банков от 10 до 50%).

Для британского финансового рынка «это был наиболее спокойный и тревожный период после 1873 г. вследствие ужасной паники, разразившейся во вторник 22 октября в Нью-Йорке... Почти немедленно за паникой последовали, казалось, неисчерпаемые американские требования на европейское золото, которое должно было заменить кредит и в конечном счёте обеспечить возобновле-

⁸¹³ Commercial History and Review of 1907 // The Economist Supplement. – 1908, February. – P. 7.

⁸¹⁴ 237,1 млн долларов по курсам 1913 г.

⁸¹⁵ 142,3 млн долларов.

⁸¹⁶ Schumacher H. Die Ursachen der Geldkrisis / H. Schumacher. – Dresden, Zahn & Jaensch. 1908. – S. 57–59.

⁸¹⁷ За время кризиса 1907–1908 гг. в США банкротами стало 312 кредитно-финансовых компаний с долгами 356 млн долларов, 31 железнодорожная компания с общим капиталом 610 млн долларов, а также 27,4 тыс. различных торгово-промышленных компаний с долгами 420 млн долларов (Statistical Abstract of the United States. – Washington: US Government Printing Office, 1912. – P. 327).

ние платежей наличными»⁸¹⁸. Во время кризиса инвесторы массово избавлялись от американских ценных бумаг, так же массово предъявлялись к оплате имевшиеся у американцев европейские векселя. По поручению банков из США в Лондоне скупалось золото, чтобы любой ценой обеспечить приток золота в Америку⁸¹⁹.

Во второй половине 1907 г. кризис обострился и в других странах Европы. Влияние событий 1907 г. было весьма ощутимым на Амстердамской бирже, где в начале октября возникла паника⁸²⁰, а 17 октября начался кризис в Гамбурге, самый острый после 1856 г., после чего волна банкротств прокатилась и в других финансовых центрах Германии. «Дела на Европейском континенте резко ухудшились. Биржевые кризисы, разразившиеся в начале года в Египте, Токио и Генуе, показали, как далеко распространилась вредная зараза американской спекуляции. В начале октября произошли тяжёлые банкротства в Амстердаме... Непосредственно за ними последовала серия крупных банкротств в Гамбурге, Бремене и других частях Германии... В ноябре разразились два кризиса, главным образом финансовые, в Чили и Португалии, каждый из которых сопровождался резким обесценением валют»⁸²¹.

Напряжённость на финансовых рынках была ослабела к весне 1908 г., и пик финансового кризиса был преодолён. Однако курсы акций продолжали снижаться – в Англии наиболее низкая точка этого снижения была перейдена только в марте 1909 г.

⁸¹⁸ Commercial History and Review of 1907 // Economist Supplement, 1908. – P. 7.

⁸¹⁹ В ноябре-декабре чистый импорт золота в США был более 106 млн долларов (85 млн поступило из Англии). С 19 сентября по 7 ноября запасы золота Банка Англии сократились на 27%. Для сокращения оттока золота банк с 30 октября по 6 ноября три раза повышал учётную ставку с 4,5 до 7%. Другие центральные банки в Европе также повышали ставку – Австро-Венгерский банк с 5 до 6%, Германский рейхсбанк с 5,5 до 7,5%. Снижать ставку Банк Англии начал с января 1908 г., и к концу месяца она достигла 4%.

⁸²⁰ «Уже в 1906 г. определился хронический недостаток денег из-за оживлённого спроса на них внутри страны и за границей, продолжавшийся и в 1907 г. Раздавались всеобщие жалобы на упадок дел и ослабление покупательной способности широких масс... Положение осложнялось спекулятивными инвестициями в американские железнодорожные и промышленные бумаги, подчас сомнительной ценности... Лавинообразное падение курсов американских ценных бумаг не могло не принести тяжелейших потерь голландской бирже. Наступившая паника вызвала серьёзное падение и солидных внутренних бумаг вроде табачных и нефтяных». После первого резкого падения курсов весной 1907 г. осенью произошло второе падение осенью, когда «многие более слабые спекулятивные фирмы были унесены штормом» (Volkswirtschaftliche Chronik für das Jahr 1907. – Jena: G. Fischer, 1908. – S. 20).

⁸²¹ Commercial History and Review of 1907 // Economist Supplement, 1908. – P. 7.

Следующий цикл подъёма и кризиса 1913 г. оказался ещё более коротким, чем предыдущий – напряжённость на мировых финансовых рынках возрастала ускоренными темпами на повышения общей политической напряжённости накануне начала в 1914 г. Первой мировой войны⁸²².

Выход из кризиса 1907 г. был отмечен ещё более сильной, чем в первые годы XX в. тенденцией к монополизации производства и поглощению крупными компаниями мелких. «Какая борьба шла в этом [1908] году! Борьба всех против всех. За меру труда и её оплату... Между производителями и потребителями; между отраслями, поставлявшими сырьё, и отраслями, его перерабатывающими. Между отдельными предприятиями и комплексами предприятий; между “чистыми” и смешанными предприятиями. Борьба между фабрикантами и торговцами, между банками и промышленностью, между ищущими кредит и предоставляющими его. Борьба между большими и малыми, между индивидуальными капиталистами и союзами капиталистов»⁸²³.

Политическая напряжённость в международных отношениях тормозила выход из депрессии и начало нового подъёма. Мелкие и слабые компании продолжали разоряться, более крупные быстрее выходили из кризиса, избавляясь от ненужных им конкурентов либо поглощая их. Однако объёмы производства оставались сокращёнными, и на финансовых рынках появлялось всё больше свободного капитала, который негде было инвестировать.

Процентные ставки в основных финансовых центрах мира стали снижаться после прохождения наиболее острой фазы предыдущего кризиса 1907 г. Так удешевление кредита вместе с обилием свободного капитала создавало условия для начала нового подъёма. Он начался в разных странах не одновременно. Первыми достигли докризисного уровня производства США и Франция (в 1909 г.), затем Германия (1910 г.) и Великобритания (1911 г.).

Торможение роста в зрелой британской экономике стало к тому времени явным, хотя Англия оставалась лидером в финансо-

⁸²² Угроза общеевропейской войны возникала в 1908–1910 гг. несколько раз во время региональных конфликтов между Германией и Францией, Австро-Венгрией и Сербией, и др.

⁸²³ Feiler A. Die Konjunktur-Periode 1907–1913 in Deutschland / A. Feiler. – Jena: G. Fischer, 1914. – S. 28.

вых услугах и массовом экспорте капитала⁸²⁴. Рост экспорта капитала, дававший большую прибыль, чем инвестиции в промышленность, усиливал торможение экономического роста, так как оттягивал значительные ресурсы от инвестирования внутри страны, тормозя накопления капитала внутри Англии.

Новый подъём оказался далеко не таким интенсивным, как предыдущий. Объём мирового промышленного производства в 1890–1900 гг. имел среднегодовые темпы прироста 2,8%, в 1900–1907 гг. – 4,8%, в 1907–1913 гг. – 2,4%⁸²⁵. В то же время капитализм всё более приобретал финансовый характер, и эмиссия ценных бумаг в этом подъёме значительно выросла, достигнув (за 1908–1912 гг.) 104 млрд франков (в 1903–1907 гг. – 71 млрд). Особенно увеличился выпуск государственных и муниципальных облигаций (с 28 млрд франков в 1903–1907 гг. до 37 млрд в 1908–1912 гг.). Акционерное учредительство также не отличалось активностью⁸²⁶. Замедлился и темп роста кредитных операций банков⁸²⁷. Отчасти по этой причине биржевого бума во время подъёма 1910–1913 гг. практически не было. Максимальный уровень курсов акций в 1913 г. в Лондоне был лишь на 3% больше, чем в 1907 г. (в Берлине – всего лишь на 0,6%, в Нью-Йорке – на 7% ниже). В 1912 г. на Нью-Йоркской бирже было продано акций на 131 млн долларов (в 1906 г. на 284 млн, в 1909 г. – на 215 млн)⁸²⁸. Первые признаки приближения нового кризиса появились в начале 1913 г., а к концу года кризис стал общемировым. Открытым остаётся вопрос, успел проявиться в полной мере этот кризис

⁸²⁴ Объём чистого экспорта капитала, составлявший накануне кризиса 1907 г. 133 млн фунтов, снизился в 1909 г. до 103 млн фунтов и вернулся к докризисному уровню в 1910 г. (136 млн фунтов), после чего устойчиво рос до 171 млн фунтов в 1911 г., 186 млн в 1912 г., 198 млн в 1913 г. (Cairncross A. K. Home and Foreign Investment 1870–1913 / A. K. Cairncross. – Cambridge: Cambridge University Press, 1953. – P. 180).

⁸²⁵ В быстроразвивающейся Германии этот показатель был соответственно 5,1%, 4,5%, 2,5%. В замедлившей рост Англии – 2,1%, 1,1%, 0,9%. При этом потребление снижалось, так как стоимость жизни значительно выросла. По сравнению с 1896–1897 гг. она увеличилась в 1913 г. в Англии на 18%, во Франции на 11%, в США на 37%, в Германии на 38%.

⁸²⁶ В Германии капиталы учреждённых акционерных компаний в 1909–1913 гг. составляли 1171 млн марок (1552 млн в 1903–1907 гг., и 998 млн в 1896–1900 гг. В Англии – 843 млн фунтов (612 млн в 1903–1907 гг., 1341 млн в 1896–1900 гг.).

⁸²⁷ В Германии в 1893–1900 гг. он составлял 108,4%; в 1900–1907 гг. – 74%, в 1907–1913 гг. – 34%. В США – соответственно 58, 36 и 33%. Во Франции кредитные операции Французского банка выросли в 1907–1913 гг. на 24%, в акционерных банках Англии – на 17%, что было значительно ниже, чем во время предыдущих подъёмов.

⁸²⁸ Мендельсон Л. А. Теория и история экономических кризисов и циклов. В 3 т. Т. 3 / Л. А. Мендельсон. – М.: Мысль, 1964. – С. 211, 218.

или его ход был прерван началом Первой мировой войны⁸²⁹. В 1913 г. на финансовых рынках не было какого-либо бурного краха, сопоставимого с событиями 1907 г., как не было и промышленного спада, сравнимого с 1900 г. или тем же 1907 г. Когда в октябре 1912 г. началась первая балканская война и возникла угроза военного конфликта между Россией и Австро-Венгрией, на биржах в Вене, Берлине и Париже началась недолгая паника и снижение курсов акций. Особенно заметной эта дестабилизация была в Австро-Венгрии. «Курсы акций на бирже быстро падают, эмиссионный банк испытывает острое напряжение, поступление платежей из-за границы застопорилось; новые кредиты получить невозможно; банкротства растут; промышленность испытывает острый недостаток в заказах... все ограничивают закупки в тревоге за завтрашний день»⁸³⁰. Ощущались последствия событий на Балканах и в США – с 10 по 24 октября европейские инвесторы начали избавляться от американских ценных бумаг, выбросив на Нью-Йоркскую биржу крупные их пакеты общей стоимостью 30–40 млн долларов, что привело к общему снижению курсов.

Напряжение на финансовых рынках в конце 1912 г. было верным признаком приближения очередного циклического кризиса. «Положение на мировом денежном рынке зависит на этот раз главным образом от экономических факторов... почти во всех странах имеется стремление ограничить кредиты»⁸³¹. Эта напряжённость, проявлявшаяся в высоком уровне учётных ставок, в падении курсов акций и уменьшении оборотов бирж, в общем сокращении эмиссий ценных бумаг, продолжала сохраняться весь 1913 г.⁸³²

⁸²⁹ Начало войны само по себе создало кризис на биржах и финансовых рынках, но этот кризис имел иную природу и не был связан с циклами подъёмов и спадов рыночной экономики.

⁸³⁰ Feiler A. Die Konjunktur-Periode 1907–1913 in Deutschland / A. Feiler. – Jena: G. Fischer, 1914. – S. 132.

⁸³¹ «В некоторых странах, например в США, наблюдается растущая нехватка денег... Банковские депозиты в США уменьшаются, сверхлимитные резервы упали почти до уровня кризисного периода 1907–1908 гг... дороговизна жизни, обострение положения на денежном рынке, напряжённые отношения между великими державами вызывают много тревоги: не находимся ли мы на пороге перехода от высокой конъюнктуры к спаду?» (Volkswirtschaftliche Chronik für das Jahr 1912. – Jena: G. Fischer, 1913. – S. 628–630, 650).

⁸³² В США учётная ставка выросла с 4,6% в декабре 1911 г. до 6,0% в декабре 1912 г., оставаясь на таком уровне весь 1913 год. В Великобритании учётная ставка держалась на уровне 4,8% (выше она была только во время кризисов в 1873 и 1907 гг.). Во Франции ставка держалась на уровне 4,0% (ранее она была такой высокой толь-

Поскольку до биржевого бума в 1911–1912 гг. дело так и не дошло, биржевой спад не имел острых форм. Однако курсы акций промышленных компаний на Нью-Йоркской бирже упали с сентября 1912 г. по июнь 1913 г. на 18%. Обороты биржи также снизились – количество проданных акций уменьшилось со 131 млн долларов в 1912 г. до 83 млн в 1913 г. и 38 млн за первое полугодие 1914 г. На Берлинской бирже курсовая стоимость понизилась на 1,5 млрд марок, на Лондонской бирже – на 3,8 млн фунтов⁸³³.

Эмиссии ценных бумаг снизились в США с 2254 млн долларов в 1912 г. до 1646 млн в 1913 г. Более всего сократилась эмиссия бумаг промышленных компаний – с 459 млн долларов в 1912 г. до 228 млн в 1913 г. и 106 млн в 1914 г. В Англии эмиссии государственных и железнодорожных займов остались на прежнем уровне, выпуск акций промышленных компаний сократился со 108 млн фунтов в 1912 г. до 74 млн в 1913 г. В Германии эмиссии бумаг промышленных компаний в 1913 г. сократились на 37%, в то время как выпуск государственных и муниципальных займов даже увеличился. Во Франции выпуск бумаг торговых и промышленных компаний также уменьшился на 50%. Количество банкротств постоянно росло⁸³⁴.

Финансовый кризис продолжал усугубляться несмотря на отсутствие бурных его проявлений, хотя ещё в мае в 1913 г. финансовая пресса оценивала состояние рынков в целом оптимистично. «Даже балканская война, разразившаяся осенью 1912 г. и вызвавшая биржевой переполох во всех мировых центрах, не могла задержать хозяйственного подъёма. Общая картина мирового хозяйства оставалась весьма удовлетворительной»⁸³⁵.

Действительно, конец 1912 г. и начало 1913 г. можно было считать периодом продолжавшегося подъёма. Однако это уже была

ко в 1876 г.). В Германии учётная ставка в 1913 г. составляла 5,9%, почти столько же, сколько во время кризиса 1907 г.

⁸³³ Торгово-промышленная газета. – 1914. – 7 янв. – С. 1.

⁸³⁴ В США – с 15,5 тыс. в 1912 г. до 16,0 тыс. в 1913 г. и 18,3 тыс. в 1914 г. В Германии также было больше банкротств, чем даже во время кризисов 1900 и 1907 гг.

⁸³⁵ «Дезорганизация торговли и приостановка платежей вследствие объявления мораториума задела, конечно, все государства, ведущие торговлю с Балканами, и вызвали в отдельных случаях банкротства торговых фирм. Но все эти обстоятельства были слишком незначительны для того, чтобы серьёзно повлиять на хозяйственное положение нейтральных государств. Таким образом, влияние балканских событий ограничилось биржей и денежным рынком, ставшими ареной крупных пертурбаций и пережившими период весьма напряжённого состояния; промышленная же деятельность руководящих стран осталась почти совершенно незатронутой» (Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1913. – № 21. – С. 374).

та стадия подъёма, когда производство ещё растёт несмотря на скрытое перепроизводство, но кризис уже созрел, и первые его признаки проявляются в сфере кредита и на биржах.

Раньше всего кризис начался в США, где стал наиболее заметным. Ко второй половине 1913 г. он охватил не только Англию, США, Германию и Францию, но и ощущался в других странах. В Японии напряжённость на финансовом рынке ощущалась весь 1913 г., а кризисный перелом произошёл в конце года. Если 1912 г. был в японской экономике временем процветания, то с сентября начали ощущаться проблемы на финансовом рынке, продолжавшиеся весь 1913 г. и переросшие в экономический кризис и застой в торговле в 1914 г., усиленный затем войной. «Япония в настоящее время переживает самый тяжёлый период экономической депрессии», экономическая причина которой была той же, что и в других странах – перепроизводство на фоне узости рынков сбыта продукции⁸³⁶. Влияние кризиса ощущалось и в странах, весьма отдалённых от мировых финансовых центров – в Египте, Цейлоне, на Кубе.

Кризис 1913 г., осложнённый предвоенным нарастанием международной напряжённости, по географическому охвату был мировым, хотя в некоторых странах (в частности, в России) он не успел полностью проявиться из-за войны. Её начало в августе 1914 г. вызвало панику в банках и на биржах, и так два различных по своим причинам кризиса оказались частично наложенными друг на друга.

Лондон: эпицентр глобализации

Глобальная империя

К началу XX в. глобальная Британская империя была крупнейшей в мире и по площади, и по количеству населения. С одной стороны, британская экспансия была основана на имперском национализме и на империализме, о котором так много говорили в те годы. С другой стороны, этой экспансией двигала ещё и вера британцев в то, что они несут на другие континенты цивилизацию и британскую систему ценностей. Подходила ли эта система ценностей для жителей отдалённых регионов мира или нет – это

⁸³⁶ The Economist. – 30. V. 1914. – P. 1335.

уже другой вопрос, и у британцев он обычно не возникал.

Британскую империю (как когда-то Римскую) многие в мире принимали как должное благодаря тому, что она создавала новые возможности для предпринимательской деятельности. Защищённость собственности и свободная торговля были тем нематериальным продуктом, экспортируемым Великобританией по всему миру, который был не менее важным, чем британский капитал. На практике это означало, что, пока Британия «правила морями», любой человек любой национальности мог безопасно добраться куда угодно в пределах бескрайней глобальной империи, а также довести свои товары и капиталы в целостности и сохранности.

Создание «британского мира» – *Pax Britannica* – было движимо не только целью захвата новых земель (что было бы слишком примитивно для творцов этой империи), но и верой в свою цивилизационную миссию, верой в определённый образ глобального мира, основанного на либеральных и демократических ценностях, – глобального мира, каким он в идеале и должен быть. Важное место в системе этих ценностей занимали идеи свободной торговли – ведь именно они помогли британской экономике стать наиболее эффективной в XIX веке.

Транснациональная экономическая система Британской империи была основой общемировой торговой и финансовой сети. Функционирование этой системы поддерживалось сообществами расселившихся по всему миру британских эмигрантов – людей, не только говорящих на английском языке, но и разделяющих определённые общие убеждения и ценности, в том числе связанные с британскими представлениями о свободе торговли.

Общемировые процессы массовой миграции, начавшиеся ещё в период свободной торговли, были особенно активными в Англии в конце XIX – начале XX века⁸³⁷. Кроме экономических причин (выгодная работа в странах с быстроразвивающейся экономикой), были и другие, социально-психологические причины этой миграции – потребность в поиске новых возможностей и в, так сказать, «расширении горизонтов». Эта потребность часто возникала и в

⁸³⁷ На протяжении XIX века всего из Англии эмигрировало 18 млн человек, а с 1853 по 1920 г. 9,7 млн человек – из них 4,3 млн в США, 2,4 млн в Канаду, 1,7 млн в Австралию, 0,7 млн в Южную Африку. В 1880-е годы наиболее популярной была эмиграция в США (1,1 млн); с 1900 по 1910 г. – в Южную Африку (0,3 млн); в 1910-е годы – в Канаду и Австралию (0,8 и 0,4 млн соответственно) (Cain P. / *Economics and Empire* / P. Cain // *The Oxford History of the British Empire* / ed. Porter A. – 5 vols. Vol. 3. – Oxford: Oxford University Press, 1999. – P. 47).

существовавших раньше глобальных империях, когда у людей появлялась возможность жить далеко за пределами своей родины⁸³⁸. Но, поскольку мигрантами были экономически и социально наиболее активные члены общества, массовая миграция являлась верным признаком близкого замедления развития страны, создавшей глобальную империю, поскольку её покидали (и часто – навсегда) лучшие. Так было и с Англией в первой половине XX века.

Мигранты, поселяясь в самых отдалённых частях империи, создавали формальные и неформальные сети для обмена информацией, имеющие транснациональный масштаб и способствующие активизации инвестиционных потоков в период экспорта капитала. Заметную роль в распространении этих информационных сетей и британского влияния во второй половине XIX в. сыграли масонские организации, помогавшие своим членам находить выгодную работу и устраивать свою жизнь в удалённых колониях⁸³⁹.

Масонские организации были не единственными объединениями, поддерживающими существование общемировой сети коммерческих, информационных и личных связей – всевозможные добровольные клубы и общества были важной частью «британского мира» и британских традиций⁸⁴⁰, повлияв в середине XIX века на формирование «джентльменского капитализма», а в конце столетия – на возникновение общемировой системы экспорта капитала, в основе которой были всё те же идеи «джентльменского капитализма», соединившие в себе кодекс чести старой родовой аристократии и менталитет британских бизнесменов нового поколения. Поскольку долгое время экспорт капитала оставался монопо-

⁸³⁸ Подобная массовая миграция (называемая в то время греческим словом «метана-стазис» – «массовое переселение») происходила ещё в империи Александра Македонского, древнейшей из известных нам глобальных империй, когда немало людей, говорящих по-гречески, можно было встретить в Индии или на территории современного Афганистана – в Греко-Бактрийском царстве.

⁸³⁹ В конце 1880 г. в Британской империи было 820 масонских лож, разбросанных по всему миру (Rich P. J. *Elixir of Empire: The English Public Schools, Ritualism, Freemasonry and Imperialism* / P. J. Rich. – London: Regency, 1989. – P. 82–100; Harland-Jacobs J. L. *Builders of Empire: Freemasonry and British Imperialism, 1717–1929* / J. L. Harland-Jacobs. – Chapel Hills: University of North Carolina Press, 2007. – P. 208, 244).

⁸⁴⁰ Подробнее см.: Clark P. *British Clubs and Societies, 1580–1800: The Origins of an Association World* / P. Clark. – Oxford: Oxford University Press, 2000. – P. 388–429, 452–453; Dauntton M. J. *Financial Elites and British Society* / M. J. Dauntton // *Finance and Financiers in European History, 1880–1960* / Ed. by Youssef Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 1992. – P. 121–146.

лией Англии, идеи свободного рынка имели здесь наибольшее распространение.

Лондон – финансовый центр мира

В эпоху экспорта капитала Лондон был общепризнанным финансовым центром мира. «Какие причины заставляют другие страны избирать Лондон центром своих банковских операций?» Ответ на этот вопрос был хорошо известен в конце XIX века – «известность главных банковских домов в Лондоне, простирающаяся на все части света»⁸⁴¹.

Поражение Франции во франко-прусской войне 1870–1871 гг. привело к тому, что позиции Парижа, основного конкурента Лондона в финансовом мире, заметно ослабели. А после кризиса 1873 г. лондонские банки значительно укрепили своё влияние – в этом смысле кризис пошёл им на пользу⁸⁴². Благодаря распространению телеграфа и его использования для передачи финансовой информации Лондон утверждался в роли основного мирового финансового центра. В городе появлялось всё больше отделений иностранных банков и других финансовых компаний. В эти годы в Лондоне появились филиалы многих французских банков, а из Франкфурта (старинного финансового центра, значение которого ослабело после объединения Германии и начала возвышения Берлина) в Лондон эмигрировали многие немецкие финансисты. Это добавило Сити космополитических черт, но в то же время оживило старые страхи в отношении засилья иностранцев, и особенно немецких евреев, среди лондонских банкиров.

В эти годы в Лондон прибыли многие иностранные финансисты и предприниматели, занимавшиеся международной торговлей, что придало Сити в глазах общественного мнения респектабельности. Теперь уже никому в голову не пришло бы считать финансистов Сити авантюристами, могущими либо помочь инвестору быстро разбогатеть, либо так же быстро опустошить его карманы.

⁸⁴¹ Биржевая беседа. 6 апреля // Финансовое обозрение. – 1874. – № 14. – С. 265.

⁸⁴² Создав разветвлённую сеть филиалов, охватывавших всю Англию и Уэльс, они позаботились о своей выживаемости в условиях любого дальнейшего кризиса либо иных финансовых трудностей. Акционерные коммерческие банки Сити достигли в своей работе такого уровня стабильности (а соответственно – и надёжности), которая ранее была доступна только Банку Англии.

Мир нуждался в респектабельном финансовом центре, и Лондон успешно занял это место.

В Эдвардианскую эпоху⁸⁴³ уже никто не оспаривал британское финансовое лидерство, достигшее своего апогея. «Первенствующая роль, которую играет лондонский денежный рынок по отношению ко всем странам... достаточно говорит о том значении, которое придаётся Англии», так как «английский денежный рынок... является резервуаром, из которого черпаются и куда стекаются... все свободные капиталы»⁸⁴⁴.

Британские финансисты хорошо осознавали этот факт, и слова «финансовый центр мира» были для них не просто красивой фразой, а реальным фактом – фактом, вызывавшим в финансовых кругах Лондона нескрываемое удовлетворение. Ведь лондонский Сити стал финансовым сердцем мира не по воле случая и не только вследствие колониальной экспансии Британской империи, а за счёт длительной истории своих финансовых институтов, образовавших сложную и не всегда заметную сеть взаимосвязей, обеспечивавшую финансирование всей глобальной торговли. Поэтому и говорили, что «житель Лондона мог за чашкой утреннего чая заказать по телефону любые товары со всех концов света в том количестве, которое ему необходимо, и эти товары доставляли к порогу его дома... с такой же лёгкостью он мог в любой момент поместить свои капиталы в любое предприятие в любом конце мира»⁸⁴⁵.

Деловой центр Лондона, Сити, был не просто историческим центром города или местом на географической карте, а целым отдельным миром – миром финансистов, живущим своей жизнью в центре британской столицы. Это был особый механизм финансовых взаимосвязей – а может быть даже и не механизм, а сформировавшийся за века живой организм: ведь эти связи были между живыми людьми, и часто имели неформальный характер.

В XIX – первой половине XX в. понятия «Сити как исторический центр Лондона» и «Сити как функциональный финансовый центр» были взаимозаменяемы, но в дальнейшем финансовый центр Лондона всё меньше совпадал с улицами в центре города, он

⁸⁴³ Эдуард VII был королём Великобритании с 1901 по 1910 г. Название «Эдвардианская эпоха» символизирует расцвет британского могущества, хотя его «золотым веком» всё же считается Викторианская эпоха.

⁸⁴⁴ Обзор иностранных денежных рынков. Англия // Финансовое обозрение. – 1875. – № 3. – С. 61.

⁸⁴⁵ Keynes J. M. The Economic Consequences of Peace / Keynes J. M. – Los Angeles, Indo-European Publishing, 2010. – P. 5.

всё более виртуализировался и не был привязан к месту⁸⁴⁶. Первоначально Сити был просто деловым центром, где количество производственных и торговых компаний превосходило количество финансовых учреждений, и лишь позже, ближе к началу XX века, Сити стал преимущественно финансовым центром, хотя и тогда в нём преобладали офисы компаний, занимавшихся товарными торговыми операциями⁸⁴⁷. Так коммерческий центр стал кредитно-финансовым. Все знали, что в Лондоне получить кредит легче, чем в любом другом финансовом центре, и за счёт этого Сити стал финансовым центром всего мира.

Если лондонский Сити был финансовым сердцем мира, то мозговым центром глобального финансового рынка были, конечно же, британские банкиры. Эта финансовая элита считалась верхушкой среднего класса (к родовой аристократии банкиры, как правило, не принадлежали), но в сущности британские финансисты образовывали особую социальную и профессиональную группу. Финансовая элита была сконцентрирована в Сити на площади не более одной квадратной мили, где находились их банки и компании⁸⁴⁸. Жили они также достаточно компактно в роскошных домах, расположенных преимущественно в респектабельных районах Belgravia, Mayfair, Knightsbridge.

⁸⁴⁶ Особенно сильно это проявилось к концу XX века, когда средства коммуникации и информационные технологии позволяли заниматься финансовыми операциями в любом месте. Тогда лондонский Сити окончательно стал не местом, а сетевой структурой связей. Больше всего людей работало в банках и финансовых компаниях Сити в 1935 г. – 500 тыс., 6% населения Лондона. В дальнейшем их количество сокращалось. В 1866 г. 170 тыс. приходили и приезжали в Сити каждый день на работу, постоянно жило в центре 93 тыс. человек (35%). В дальнейшем количество людей, постоянно живших в Сити, уменьшалось – в 1901 г. из 332 тыс. работавших проживало лишь 27 тыс. (8%), в 1981 г. из 299,2 тыс. работавших жило только 4,7 тыс. (2%). В 1866 г. в Сити работало 7,4% населения Лондона, в 1901 г. – 5,5%; в 1981 г. – 4,6% (Michie R. *The City of London. Continuity and Change, 1850–1990* / R. Michie. – L.: Macmillan, 1992. – P. 14).

⁸⁴⁷ Среди компаний, расположенных в Сити, с производством было связано 30% в 1881 г. и 18% в 1911 г. (для сравнения – 9% в 1964 г.), с товарными операциями – 38%, 27% и 17%; с кредитно-финансовыми услугами – 8%, 9% и 47%. Остальные компании имели отношение к обслуживанию самого Сити как крупного финансового центра (Michie R. *The City of London. Continuity and Change, 1850–1990* / R. Michie. – L.: Macmillan, 1992. – P. 17, 30).

⁸⁴⁸ На небольшой площади нескольких кварталов в центре британской столицы были сосредоточены самые влиятельные в начале XX века финансовые институты – Банк Англии, Лондонская биржа, страховая компания Ллойда, а также многие другие крупнейшие и хорошо известные далеко за пределами Англии акционерные банки и страховые компании.

В Эдвардианскую эпоху британские финансисты всё больше утрачивали интерес к финансированию промышленности, их привлекали более прибыльные финансовые услуги (особенно международные инвестиции), что определило всю архитектуру британской финансовой системы того времени. В центре этой архитектуры были лондонские биржи – London Stock Exchange (на которой в 1883 г. котиrowалось ценных бумаг на 6,561 млрд фунтов, в 1914 г. – на 11,263 млрд фунтов), Baltic Mercantile and Shipping Exchange (специализировавшаяся на товарных операциях), London Metal Exchange (основной рынок меди, серебра и других металлов), а также крупнейший лондонский рынок золота. В лондонском Сити, кроме банков и других финансовых организаций, находились правления крупнейших британских компаний, в том числе железнодорожных, торговых, нефтедобывающих, промышленных и др. Сфера деятельности многих из этих компаний охватывала самые различные регионы мира и все континенты. Такая плотная географическая концентрация бизнес-элит не только создавала благоприятные условия для деловых и личных контактов (со всеми сопровождавшими их ритуалами, такими как званые обеды с нужными людьми), но и формировала сам финансовый механизм Сити. Его нелегко описать, но его эффективность работы была очевидна для всех, и этого факта уже было достаточно.

Однако, несмотря на это, в конце XIX – начале XX в. зрелая английская экономика уже не была лидирующей ни по темпам роста ВВП (уступив в этом первенство США), ни по технологическим инновациям и промышленному потенциалу (с начала XX века лидером в этом стала Германия). Несмотря на снижение темпов экономического роста и циклическую неравномерность развития, ключевая роль Англии была общепризнана в международной торговле, финансовых услугах и экспорте капитала⁸⁴⁹. В немалой степени это было связано со значением британского фунта как основной резервной международной валюты.

Финансовые услуги и сервисная экономика

В Англии (в отличие от Германии) даже в начале XX в. обладали сравнительно небольшие компании, в привлечении капи-

⁸⁴⁹ В 1891 г. в лондонском Сити было сосредоточено около 700 бухгалтерских и 2000 юридических фирм, связанных в основном с финансовыми услугами.

тала ориентировавшиеся больше на рынок ценных бумаг. Такая ориентация на небольшие компании была характерна для всей истории британского экономического роста. Однако в определённый момент это начало тормозить темпы роста и привело к накоплению в конце XIX в. избытка сбережений, которые необходимо было выгодно инвестировать⁸⁵⁰.

Сформировавшаяся (преимущественно на юге Англии) сервисная экономика «финансового капитализма», ориентированная на предоставление финансовых услуг и на экспорт капитала, стала логическим результатом общего направления развития британской модели финансового рынка с его ориентацией на свободную торговлю и финансирование с помощью ценных бумаг.

Интерес британских инвесторов к вложениям капитала в колониальные и международные ценные бумаги значительно возрос с конца 1870-х годов, что было связано с накоплением избытка сбережений и повышенным количеством свободных капиталов. Так, в конце XIX века в Англии значительно повысилось значение сферы финансовых услуг и всего сервисного сектора экономики на фоне нарастающих процессов перенесения промышленного производства в удалённые колонии с дешёвой рабочей силой.

Рост финансового сектора⁸⁵¹ был отражением зрелости британской экономики и началом увеличения в ней значения сервисного компонента, представленного в то время преимущественно финансовыми услугами, предлагавшимися банковскими и небанковскими (страховыми и трастовыми компаниями) организациями. В быстрорастущем финансовом секторе накапливались значительные свободные финансовые ресурсы, становящиеся основой для экспорта капитала – как путём прямых инвестиций в перенесение производства в колонии, так и с помощью приобретения ценных бумаг. Всё это превратило Англию в основного экспортёра капитала.

⁸⁵⁰ Вероятно, по этой причине позже, в 1920-е годы акценты в финансировании британской экономики несколько сместились, и банки под влиянием примера быстро развивавшейся в начале XX века Германии начали проявлять всё больший интерес к финансированию промышленности, в то время как в Германии промышленные предприятия нередко стремились освободиться от чрезмерного влияния банков.

⁸⁵¹ Его наглядно показывает увеличение занятости в сфере финансовых услуг – от 40 тыс. в 1871 г. (0,3% всех работающих) до 70 тыс. в 1881 г. (0,5%), 110 тыс. в 1891 г. (0,7%), 150 тыс. в 1901 г. (0,8%), 230 тыс. в 1911 г. (1,1%) (Cottrell P. L. *The Domestic Commercial Banks and the City of London, 1870–1939* / P. L. Cottrell // *Finance and Financiers in European History, 1880–1960* / Ed. by Youssef Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 1992. – P. 39–62).

«Никакие практические соображения не могут помешать британскому капиталу уйти в Китай, если там можно найти более дешёвый или более интенсивный труд... точно так же, как они не могут помешать китайскому капиталу и китайскому труду изгнать британское производство из нейтральных мировых рынков»⁸⁵², – говорил Д. Гобсон в 1902 г. Эти процессы напоминают формирование сервисной экономики в конце XX века и аутсорсинг – массовый перенос промышленного производства в страны Юго-Восточной Азии, прежде всего в Китай. В этом смысле слова Гобсона оказались пророческими. Действительно, если на первой стадии формирования колониальных империй производство было сосредоточено в метрополиях, а в колонии вывозились товары, то на следующей стадии товары оказывается выгоднее производить в колониях и возить их в метрополию. В сущности, в аутсорсинге начала XXI века и превращении Китая в основного поставщика финансовых ресурсов можно видеть логическое продолжение процессов, начавшихся ещё в эпоху Британской империи и волны глобализации конца XIX – начала XX века, но прерванных началом Первой мировой войны.

Накануне Первой мировой войны в Англии только 12% рабочей силы было занято в сельском хозяйстве, 38% – в производстве и строительстве, 32% – в сфере услуг⁸⁵³. По мере возрастания значения сферы финансовых услуг и формирования класса новой финансовой аристократии, располагающей значительными финансовыми капиталами и всё больше стремящейся жить в своё удовольствие, значение промышленного производства всё больше снижалось, роль сферы услуг возрастала, а «индустриальные бароны» вкладывали свои капиталы в Индии, Китае и других странах с дешёвой рабочей силой.

О классе финансистов и «финансовых капиталистов», особенно распространённом в южной части Англии, вкладывающем свои капиталы по всему миру в поисках наибольшей выгоды, говорил ещё Д. Гобсон⁸⁵⁴. Власть такой финансовой элиты в начале XX века быстро росла, и эти «финансовые капиталисты» представляли собой ключевую группу, приводящую в движение всю британскую экономику. Д. Гобсон называл происходящие процессы «деинду-

⁸⁵² Гобсон Д. Империализм / Д. Гобсон. – М.: Либроком, 2010. – С. 245.

⁸⁵³ DeLong J. B. Slouching Toward Utopia? 20th Century Economic History / J. B. DeLong. – http://econ161.berkeley.edu/TCEH/Slouch_Finance9.html.

⁸⁵⁴ Hobson J. A. Imperialism. A study. / J. A. Hobson. – London: Ann Arbor, 1968. – P. 151, 313–314.

стриализацией», вероятно, до конца не осознавая их сущности, поскольку в действительности в Англии начала XX века происходило формирование сервисного, постиндустриального сектора экономики, сопровождавшегося переносом производства в страны с более дешёвой рабочей силой (Индию и др.).

Экспорт британского капитала

После того как в XIX веке Великобритания аккумулировала значительный избыточный капитал⁸⁵⁵, не находивший применения внутри страны, она стала лидером в экспорте капитала. Именно общее накопление национального богатства создавало предпосылки для переизбытка ресурсов, в том числе финансовых, и экспорта капитала из Англии, имевшей в то время профицит бюджета 9% ВВП (экспорт британского капитала в 1913 г. был активнее, чем в конце XX в.)⁸⁵⁶.

Кроме того, Великобритания смогла создать и организовать общемировой рынок финансовых инструментов с высокой ликвидностью, взяв на себя функции универсального посредника в финансовых операциях. Это посредничество проявлялось главным образом в организации размещения большого количества иностранных ценных бумаг, обеспечивая за счёт этого поступление финансовых ресурсов в различные части мира.

Объём британских капиталов, инвестированных в другие страны, составлял в 1851 г. 189,4 млн фунтов, в 1875 г. – 892,5 млн,

⁸⁵⁵ С 1870 по 1914 г. ВВП Англии вырос с 1555 до 2743 млн фунтов со средним темпом роста около 2% в год. А ВВП на душу населения увеличился за это время с 37 до 60 фунтов (темп роста более 1% в год). Темпы роста ВВП составляли 1,84% в 1870–1880 гг.; 1,10% в 1880–1890 гг.; 2,82% в 1890–1900 гг.; 1,57% в 1900–1910 гг. и 3,30% в 1910–1914 гг., отражая периоды экономических спадов в 1880–1890 гг. и 1900–1910 гг. (Davis L. E. *Evolving financial markets and international capital flows: Britain, the Americas, and Australia, 1865–1914* / L. E. Davis, R. E. Gallman. – Cambridge: Cambridge University Press, 2001. – P. 56–58. – Table 2.2.1, 2.2.2).

⁸⁵⁶ Профицит бюджета Китая, ставшего в начале XXI в. основным экспортёром финансовых ресурсов, вырос с +7,2 млрд долл. в 2002 г. до максимального значения +249,9 млрд в 2006 г. (оперевив Японию, которая имела в 2006 г. профицит бюджета +174 млрд долл.), что составляло только 2,45% ВВП (10 210 млрд долл. в 2006 г., после чего профицит начал уменьшаться). В 1980-е годы, когда профицит бюджета Японии и Германии считался очень большим, он составлял 5% ВВП (Bernanke B. *Global Imbalances: Recent Developments and Prospects*. At the Bundesbank Lecture (September 11, 2007 Berlin, Germany) / B. Bernanke. – P. 13–17. – <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070911a.htm>).

в 1900 г. – 2371,1 млн, в 1913 г. – 4109,9 млн фунтов – примерно 20 млрд долларов в современных ценах⁸⁵⁷. Большая часть британского капитала экспортировалась в Северную Америку – 34%, в Латинскую Америку – 17%, в Азию – 14%, в Европу – 13%, в Африку – 11%⁸⁵⁸. Среди реципиентов британских инвестиций были США (20,5%), Канада (10,1%), Аргентина (8,6%), Австралия (8,3%), Индия (7,8%), Южная Африка (6,4%), Бразилия (4,2%), Россия (3,4%)⁸⁵⁹.

О процессах снижения приоритетного значения промышленного производства на фоне усиления экспорта капитала свидетельствует сопоставление динамики изменения скорости роста ВВП, роста промышленного производства и экспорта капитала (таблица 6). Колебания приведённых показателей отражают закономерную цикличность экономических подъёмов и спадов.

О замедлении экономического роста в зрелой британской экономике свидетельствуют данные о росте инвестиционного капитала (максимальный его уровень, более 10% ВВП, был с 1780 по 1860 г.). Капитализация рынка акций (в % от ВВП) также была максимальной в конце XVIII – начале XIX века. В то же время иностранные инвестиции и экспорт капитала устойчиво росли, особенно в конце XIX – начале XX в. (5% ВВП).

⁸⁵⁷ Imlah A. *Economic Elements of the Pax Britannica: Studies in British Foreign Trade in the Nineteenth Century* / A. Imlah. – Cambridge (MA): Harvard University Press, 1958. – P. 70–75, Table 4. Edelstein M. *Foreign Investment, Accumulation and Empire, 1860–1914* / M. Edelstein // *Cambridge Economic History of Modern Britain* [ed. R. Floud, P. Johnson]. 3 vols. Vol. 2. *Economic Maturity, 1860–1939*. – Cambridge: Cambridge University Press, 2004. – P. 191–196.

⁸⁵⁸ Simon M. *The pattern of new British portfolio foreign investment, 1865–1914* / M. Simon // Hall A. R. (ed.) *The Export of Capital from Britain, 1870–1914*. – London: Oxford University Press, 1968. – P. 15–44.

⁸⁵⁹ Magee G. B. *Empire and Globalisation. Networks of People, Goods and Capital in the British World, 1850–1914* / G. B. Magee, A. S. Thompson. – Cambridge: Cambridge University Press, 2010. – P. 173. Инвестиции (в млн долл.) в Аргентину возросли от 94,4 в 1865–1879 гг. до 1221,9 в 1900–1914 гг.; в Австралию – от 192,4 до 554,8; Канаду – от 245,5 до 1492,8; в США снизились от 2038,3 до 1953,3 (поскольку США быстро превращались из реципиента в экспортёра капитала). Всего в эти четыре страны с 1865 по 1914 г. было экспортировано британского капитала на 10 910 млн долл. Если в 1865–1879 гг. преобладали инвестиции в США (79,29%), затем шли Канада (9,55%), Австралия (7,48%) и Аргентина (3,67%), то в 1900–1914 гг. инвестиции в США уменьшились до 37,40% (что объяснялось быстрым ростом экономического и финансового потенциала этой страны, превращавшейся из реципиента капитала в его экспортёра). Инвестиции в Канаду составляли 26,58%, в Аргентину – 23,40%, Австралию – 10,62% (Davis L. E. *Evolving financial markets and international capital flows: Britain, the Americas, and Australia, 1865–1914* / L. E. Davis, R. E. Gallman. – Cambridge: Cambridge University Press, 2001. – P. 27. – Table 1.4.1).

Таблица 6

Сопоставление динамики изменения
 скорости роста ВВП, роста промышленного производства
 и экспорта капитала⁸⁶⁰

Сравниваемые показатели	1873– 1882 гг.	1882– 1889 гг.	1889– 1899 гг.	1899– 1907 гг.	1907– 1913 гг.
Годовой прирост ВВП, %	1,9	2,2	1,6	1,2	1,6
Годовой прирост объёма производства, %	2,3	1,9	2,3	1,6	1,0
Годовой прирост экспорта капитала, %	+2,3	+31,9	-8,0	+12	+80,8

Таблица 7

Динамика изменений объёмов инвестиций, экспорта капитала
 и капитализации рынка акций в Англии, 1761–1913 (в % от
 ВВП)⁸⁶¹

Годы	Инвестиции	Экспорт капитала	Капитализация рынка акций
1761–1780	6,9	0,8	1,5
1781–1800	10,4	1,2	2,0
1800–1830	10,3	1,7	1,1
1831–1860	10,4	2,2	0,9
1861–1873	7,2	4,5	0,9
1873–1913	8,5	5,0	0,9

⁸⁶⁰ Cain P. J. Financial Capitalism and Imperialism in Late Victorian and Edwardian England / P. J. Cain // Money, Finance and Empire, 1790–1960 [ed. by A. N. Porter, R. F. Holland]. – London: Routledge, 1985. – P. 21.

⁸⁶¹ По данным: Lee C. H. The British economy since 1700: a macroeconomic perspective / C. H. Lee. – London: CUP Archive, 1986. – P. 51.

В среднем годовой объём экспорта капитала составлял 2–6 млн фунтов в 1840-е годы, 15–20 млн в 1850-е годы, 35–40 млн фунтов в конце 1860-х годов, 55 млн в начале 1870-х, более 90 млн в период с 1875 по 1884 г. Затем до конца столетия этот объём колебался в диапазоне 70–85 млн фунтов, постепенно повышаясь. В 1900–1904 гг. экспорт капитала достиг 130 млн фунтов в год, 145 млн в 1905–1909 гг.; 175 млн в 1910–1914 гг.⁸⁶²

Британский рынок ценных бумаг в эпоху экспорта капитала

Экспорт капитала значительно стимулировал британский рынок ценных бумаг. Особенно активной была эмиссионная деятельность во второй половине 1890-х годов. Общее «повышательное движение» на рынках ценных бумаг «началось в 1895 г. и усилилось в 1897 г.». Период «промышленного и торгового благосостояния», переживавшийся в промышленно развитых странах в середине 1890-х годов, отражался «в различных явлениях, среди которых не последнее место занимает развитие эмиссионной деятельности»⁸⁶³.

На Лондонской бирже из ценных бумаг начали доминировать акции, облигации всё более занимали второстепенное положение⁸⁶⁴. Объём приобретённых инвесторами новых выпусков всех

⁸⁶² Davis L. E. The Export of British Finance, 1965–1914 / L. E. Davis, R. A. Huttenback // Money, Finance and Empire, 1790–1960 [ed. by A. N. Porter, R. F. Holland]. – London: Routledge, 1985. – P. 35. Объём иностранных инвестиций в процентах от объёма внутренних сбережений составлял 12,3–30,2% в 1850–1859 гг.; 21,5–32,2% в 1860–1869 гг.; 38,0–16,2% в 1870–1879 гг.; 32,2–46,5% в 1880–1889 гг.; 35,3–20,7% в 1890–1899 гг.; 11,2–43,7% в 1900–1909 гг.; 53,3% в 1910–1913 гг. (O'Rourke K. Globalization and History. The Evolution of a Nineteenth Century Atlantic Economy / K. O'Rourke, J. Williamson. – Cambridge: MIT Press, 1999. – P. 209).

⁸⁶³ В Англии за первое полугодие 1899 г. сумма всех эмиссий достигла 88,118 млн фунтов (2200 млн франков), в то время как в 1895 г. – 52,1 млн. Из выпущенных бумаг 22 млн составляли облигационные займы (как английские, так и иностранные); 21,2 млн – ценные бумаги железных дорог; 5,92 млн – бумаги горнодобывающих компаний (в том числе колониальных); 5,3 млн – бумаги финансовых компаний; 2,7 млн – акции металлургических обществ; 1,3 млн – акции электротехнических обществ (Финансовая хроника. Англия и Соединённые Штаты // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1899. – № 31. – С. 183).

⁸⁶⁴ В 1893 г. среди акций преобладали железнодорожные (49,4%), на втором месте были колониальные и иностранные акции (21,1%), на третьем – акции британских негосударственных учреждений (18,4%), затем шли акции банков и финансовых организаций (4%), промышленных и коммерческих компаний (3,5%), общественных организаций (2,9%), прочих эмитентов, в том числе горнодобывающих, чайных и

ценных бумаг с 1865 по 1914 г. вырос с 34 млрд фунтов до 192 млрд⁸⁶⁵. Быстро увеличивалась и общая стоимость ценных бумаг, обращавшихся на Лондонской бирже (таблица 8).

Таблица 8

Стоимость ценных бумаг, обращавшихся на Лондонской бирже⁸⁶⁶

Стоимость ценных бумаг	Годы		
	1863	1883	1913
Общая стоимость, млн фунтов	1215,2 (100%)	3634,3 (100%)	9547,0 (100%)
Государственные ценные бумаги, %	76,0	52,0	34,8
Железнодорожные ценные бумаги, %	18,5	40,6	43,4
Ценные бумаги организаций, предоставляющих финансовые услуги, %	1,1	2,8	6,4

Если проследить динамику изменений основных сегментов рынка акций на Лондонской бирже во второй половине XIX – начале XX века, то количество железнодорожных акций возросло с 18,5% в 1853 г. до 32,0% в 1873 г., 49,4% в 1893 г. и снизилось до 43,4% в 1913 г. Количество иностранных и колониальных акций выросло за эти же годы с 5,7% до 21,4%, оставаясь затем примерно на одном уровне (21,1% и 21,3% в 1913 г.). Значение акций британских правительственных учреждений постоянно сокращалось с 70,2% до 37,8%, 18,4% и 13,5%. Сегмент акций банков и других финансовых учреждений рос с 1,1% до 5,0%, 4,0% и 6,4%. Увеличивалось значение и бумаг промышленных и коммерческих компаний – с 1,8% и 1,4% до 3,5% и 9,6% в соответствующие годы. Сегмент горнодобывающих и прочих сырьевых компаний, наименее значительный на Лондонской бирже, также демонстрировал

кофейных компаний, (0,7%) (Michie R. The London Stock Exchange. 1-st edition / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 1999. – P. 89).

⁸⁶⁵ Davis L. E. A. The Export of British Finance, 1965–1914 / L. E. Davis, R. A. Huttenback // Money, Finance and Empire, 1790–1960 [ed. by A. N. Porter, R. F. Holland]. – London: Routledge, 1985. – P. 48.

⁸⁶⁶ Michie R. The London and New York Stock Exchanges, 1850–1914 / R. Michie. – L.: Allen and Unwin, 1987. – P. 52, Table 2.3.

тенденцию к небольшому возрастанию (с 0,6% и 0,4% до 0,7% и 1,2%)⁸⁶⁷.

Поскольку на Лондонской бирже торговались ценные бумаги со всего мира, «любая страна может взять в долг деньги на Ломбард-стрит, но по определённой цене; некоторые страны платят дешевле, чем другие, но все могут получить в долг, если готовы достаточно заплатить»⁸⁶⁸. Космополитический характер Лондонской биржи проявлялся в том, что количество иностранных акций быстро выросло с 35% общего объёма операций в 1873 г. до 50% в 1893 г. А в 1914 г. треть всех мировых ценных бумаг обращалась на Лондонской бирже⁸⁶⁹.

Столица рантье

Отсутствие у банкиров Сити, как и у провинциальных акционерных банков интереса к финансированию промышленных предприятий (эта тенденция проявилась ещё на ранних стадиях индустриализации), их общая ориентация на сферу финансовых услуг и краткосрочное кредитование привели к тому, что Лондон превратился в столицу рантье, в первой половине XIX в. вкладывавших капиталы в государственные облигации, в середине столетия – в железнодорожные акции, а в конце века – в иностранные и колониальные ценные бумаги.

В этом заметную роль сыграла не только реальная потребность развивающихся стран и колоний в финансовых ресурсах, но и снижение прибыльности внутренних британских ценных бумаг. Британские инвесторы, обычно всегда занимавшие консервативную позицию, поняли, что лондонский рынок ценных бумаг предлагает гораздо более выгодные инструменты для инвестирования – иностранные облигации и акции промышленных предприятий. Такая тенденция зародилась ещё в 1870-е годы, и тогда внимание британских инвесторов привлекали немецкие ценные бумаги. С

⁸⁶⁷ Интерес инвесторов к этой группе акций повысился после начала добычи в Южной Африке золота и алмазов в 1890-е годы (когда возникла мода на kaffir shares, как их в то время называли), хотя на общее невысокое значение этих бумаг на Лондонской бирже эта мода не оказала заметного влияния.

⁸⁶⁸ Bagehot W. Lombard Street: A Description of the Money Market / W. Bagehot. – London, 1873 (Reprint. – London: BiblioLife, 2008). – P. 9.

⁸⁶⁹ Davis L. Micro rules and macro outcomes: the impact of micro structures on the efficiency of security exchanges, London, New York and Paris, 1800–1914 / L. Davis, L. Neal // American Economic Review. – 1998. – Vol. 88. – № 2. – P. 40–45.

начала XX века всё больше инвестиций вкладывалось в японские ценные бумаги, а также в акции промышленных предприятий и железных дорог, создававшихся в колониях и таких странах, как США, Канада, Австралия, Аргентина⁸⁷⁰. Так лондонский рынок ценных бумаг стал механизмом для превращения сбережений британских инвесторов в прибыльные инвестиции в различных странах мира.

Значительную часть инвесторов, проявлявших интерес к колониальным и международным ценным бумагам, составляли представители политической элиты, вкладывавшие свои сбережения в акции колониальных банков, чайных и кофейных плантаций, в постройку предприятий тяжёлой промышленности в колониях и создание там телеграфных и телефонных сетей. Немало было также и предпринимателей (преимущественно из Лондона), предпочитавших вкладывать сбережения в ценные бумаги колониальных компаний, добывавших полезные ископаемые, строивших железные дороги, каналы, порты и доки. Среди различных секторов промышленности, в которые инвестировались британские капиталы, на первом месте были акции железнодорожных компаний⁸⁷¹.

Повышенный интерес к колониальным и международным ценным бумагам, ставшим в то время модным направлением инвестиций, был связан с доступностью информации об этих бумагах благодаря существованию в Британской империи общемировой сети информационных связей и за счёт регулярной публикации этой информации в периодических изданиях общего характера (*The Times*, *Daily News*, *Morning Post*, *The Standard*, *Pall Mall Gazette*) либо ориентированных на инвесторов (*The Economist*, *The Empire Review*, *Colonial Quarterly*, *Money*, *Railway Times*, *Standard of Empire*, *Statist* и др.)

Участие индивидуальных инвесторов (через финансовых посредников) в операциях на рынке ценных бумаг возросло от 250 тыс. в 1870 г. (около 1,5% взрослого населения, при общем количестве населения 31,256 млн чел.) до 1 млн в 1913 г. (около 3,5% взрослого населения при общем количестве населения 46,649 млн

⁸⁷⁰ По данным 1908 года, только 29% инвестиционного портфеля составляли английские ценные бумаги, остальное – иностранные (Cottrell P. L. *The Domestic Commercial Banks and the City of London, 1870–1939* / P. L. Cottrell // *Finance and Financiers in European History, 1880–1960* / Ed. by Youssef Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 1992. – P. 51).

⁸⁷¹ Так, британские инвестиции конца XIX – начала XX века в Россию были связаны преимущественно с постройкой Транссибирской железной дороги, а также линий «Харьков–Азов» и «Орел–Витебск».

чел.)⁸⁷². Если в 1870 г. индивидуальные инвесторы вкладывали свои сбережения преимущественно в государственные и железнодорожные ценные бумаги, считавшиеся наиболее надёжными, то в 1913 г. они проявляли интерес к широкому диапазону акций и облигаций как британских, так и иностранных частных компаний.

Небанковские финансовые посредники

В создании инвестиционных потоков заметную роль сыграли небанковские финансовые посредники. От использования ими в сфере финансовых услуг инновационных методов зависели как готовность инвесторов вкладывать свои сбережения, так и объём аккумулированных капиталов. В Англии среди небанковских финансовых посредников конца XIX – начала XX в. преобладали страховые компании.

Страхование было известно давно⁸⁷³ и начиналось с простого страхования рисков утраты имущества при пожарах или при морских перевозках, однако вскоре оно стало затрагивать не только страхование жизни, но и страхование капиталов, прибыли и т. п. Новые технологии страхования более всего развивались в Великобритании, откуда они распространялись в других странах (во вто-

⁸⁷² Davis L. E. *Evolving financial markets and international capital flows: Britain, the Americas, and Australia, 1865–1914* / L. E. Davis, R. E. Gallman. – Cambridge: Cambridge University Press, 2001. – P. 153.

⁸⁷³ Истоки страховых услуг теряются в глубине веков и связаны с бодмерейными договорами морского страхования, когда капитаны торговых кораблей брали займы для покупки товаров под залог своего судна. Началом XIV века датируются итальянские документы, подтверждающие договоры страхования. Это не были страховые полисы в современном понимании, а скорее – разновидность кредитов на определённых условиях, связанных со страхованием рисков. Большая их часть была связана с морскими перевозками. Со временем эти страховые контракты приобретали всё более стандартную форму. Новые формы страхования появились в Лондоне после пожара 1666 г., когда было уничтожено более 13 тыс. домов. Николас Барбон первым стал предлагать страхование от огня, а Эдвард Ллойд, родоначальник одной из известнейших страховых компаний, открывший кофейню на Тауэр-стрит, предлагал морское страхование. Известное страховое общество Ллойда было учреждено в 1774 г. и находилось в здании Королевской биржи. Первоначально это было свободное объединение 79 предпринимателей, заплативших по 15 фунтов первого паевого взноса и ставших пожизненными членами общества. Они ставили свои подписи под договорами страхования, однако их ответственность была ограниченной. Общество Ллойда собирало взносы в таком объёме, чтобы расплатиться с текущими обязательствами и оставить себе комиссионные, составлявшие прибыль общества.

рой половине XIX в. страховые услуги можно было легко получить во многих городах Европы).

Страховые компании вложили с 1870 по 1914 г. в ценные бумаги, обращавшиеся на Лондонской бирже, 250 млн фунтов. Колониальные и иностранные ценные бумаги оставляли в инвестициях страховых компаний 7% в 1880 г. и 30% в 1914 г.⁸⁷⁴ Всего же в активах британских страховых компаний в 1880 г. при общем их объёме 155,1 млн фунтов было на 5 млн фунтов государственных ценных бумаг, на 7,1 – прочих коммерческих и муниципальных ценных бумаг, на 4,4 – иностранных государственных и муниципальных ценных бумаг. В 1914 г. при общем объёме активов 551,0 млн фунтов – соответственно на 6,1; 44,4; 44,8 млн фунтов⁸⁷⁵.

Ещё одним небанковским финансовым посредником были почтовые сберегательные кассы (Post Office Savings Bank), созданные 17 мая 1861 г. «Это – наиболее значительное из всего, что сделано для пользы народа»⁸⁷⁶.

Неравномерность экономического роста

После окончания кризиса 1873 г. наступил длительный общий спад 1880-х годов, отягощённый мировым аграрным кризисом. «Переход от оживления к застою совершился в Англии в 80-х

⁸⁷⁴ Типичным примером является инвестиционная политика Standard Life Insurance Company и её подразделения Colonial Standard Life, активно инвестировавшие финансовые ресурсы не только в Северной Америке, Австралии, Новой Зеландии, Цейлоне, но и в Венгрии, Египте, Китае, Уругвае (Hall A. R. The London Capital Market and Australia, 1870–1914. – Canberra: Australian National University, 1963. – P. 51, 54. Подробнее см.: Magee G. B. Empire and Globalisation. Networks of People, Goods and Capital in the British World, 1850–1914 / G. B. Magee, A. S. Thompson. – Cambridge: Cambridge University Press, 2010. – P. 226–229).

⁸⁷⁵ Davis L. E. Evolving financial markets and international capital flows: Britain, the Americas, and Australia, 1865–1914 / L. E. Davis, R. E. Gallman. – Cambridge: Cambridge University Press, 2001. – P. 138–139, Table 2.3.9.

⁸⁷⁶ До этого денежные переводы, ставшие основой почтовых сберегательных касс, были мало распространены, и в Англии было всего две сберегательные кассы (в странах Европы – 11 касс со времени основания первой сберегательной кассы в Гамбурге в 1778 г., долгое время мало кому известной). После этого почтовые сберегательные кассы начали быстро распространяться не только в странах Европы (во Франции первая такая касса была создана в 1881 г.), но и во многих британских колониях, и даже в Японии. В Англии к концу XIX в. почтовые сберегательные кассы имели 7 млн вкладчиков (18% из 39 млн населения) (Три великие акта Гладстона. 1855–1861–1870 // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1899. – № 37. – С. 387).

годах ещё более постепенно, чем в 70-х годах. В других странах этот переход сопровождался более или менее тяжёлыми потрясениями кредита: так, например, во Франции в 1882 г. произошёл известный крах Бонту⁸⁷⁷; в Соединённых Штатах в 1884 г. повторился железнодорожный крах, подобный краху 1873 г., но только в более слабой форме. В Англии падение волны промышленного оживления не сопровождалось никаким кризисом»⁸⁷⁸.

В это время промышленное лидерство Великобритании было окончательно подорвано. Наступало время господства монополий, и британские по своей сути идеи свободной торговли становились всё менее популярными. Аграрный кризис, казалось бы, далёкий от проблем промышленности, привёл к уменьшению продаж сельскохозяйственной продукции, снизив этим доходы её производителей. Из-за этого они стали меньше покупать промышленные товары, и производившие их предприятия несли убытки.

Кризис 1873 г. стал поворотным пунктом в возникновении дефляционной волны, и в результате длительной тенденции падения цен, вызванного перепроизводством, началась хроническая депрессия 1880-х годов. «Мы считаем общепризнанным, что накопление капитала, растущее в цивилизованных странах, и порождаемое этим накоплением усиление конкуренции ведут к уменьшению прибыли»⁸⁷⁹.

В Англии в 1880-е годы железных дорог строилось уже гораздо меньше, и рост её железнодорожной сети происходил в 26 раз медленнее, чем в США, и в три раза меньше, чем во Франции. Однако реконструкция уже существующей сети в 1878–1885 гг. поглотила 100 млн фунтов инвестиций. Ещё большие капиталы были вложены британскими инвесторами в постройку железных дорог в других странах⁸⁸⁰, что обеспечивало заказами британскую промышленность. В результате американского железнодорожного

⁸⁷⁷ Поль Эжен Бонту (1824–1904) – французский инженер и предприниматель, президент парижского банкирского дома Union générale, с крахом которого была связана паника 1882 г. во Франции.

⁸⁷⁸ Туган-Барановский М. И. Периодические промышленные кризисы. История английских кризисов, общая теория кризисов / М. И. Туган-Барановский. – СПб.: Т-во О. Н. Поповой, 1914. – С. 149.

⁸⁷⁹ Depression of Trade and Industry. Final Report of the Royal Commission appointed to inquire into the Depression of Trade and Industry. – London, 1886. – P. XVI.

⁸⁸⁰ «Помимо прокладки новых линий, в Англии затрачиваются большие капиталы на расширение станций... За границей большинство строящихся железных дорог снабжается английскими материалами и ведётся под наблюдением инженеров-англичан» (Commercial History and Review of 1883 // Economist Supplement. – 1884. – P. 26–27).

бума начала 1880-х годов в Англии «произошло невероятное расширение металлургических заводов»⁸⁸¹. Начался новый подъём, во время которого «Англия наживалась за границей на строительстве не только железных дорог, но и промышленных, в особенности горнозаводских, предприятий, электростанций, трамваев»⁸⁸².

Пошлины и конкуренция со стороны Германии препятствовали Англии использовать экспорт капитала для увеличения экспорта товаров в США в таких объёмах, как в начале 1870-х годов. «Зато в Латинской Америке... миллионы Англии обеспечивали ей господствующее, а нередко и монопольное положение в поставке рельсов, паровозов, вагонов»⁸⁸³.

Британский капитал в конце XIX в. инвестировался во многие страны Латинской Америки, но Аргентина занимала особое место в сфере британских финансовых интересов. Пожалуй, ни в одном другом иностранном государстве британские инвестиции не производились «столь энергично и в то же время опрощенно», как в Аргентине, где общий инвестиционный климат был «неблагоприятным для развития производства», валюта обесценивалась, а местное правительство «не внушало доверия»⁸⁸⁴. Однако нельзя было отрицать заметных успехов, достигнутых Аргентиной, и они не могли не привлекать инвесторов⁸⁸⁵.

⁸⁸¹ Depression of Trade and Industry. Final Report of the Royal Commission appointed to inquire into the Depression of Trade and Industry. – London, 1886. – P. 1.

⁸⁸² «В 1888 г. в Англии возникло 365 горнозаводских компаний с капиталом в 52 млн ф. ст. Из них только 79 с капиталом меньше 6 млн ф. ст. были предназначены для деятельности в самой Англии; остальные компании были организованы для эксплуатации природных ресурсов Северной и Южной Америк, Африки, Австралии» (Economist. – 1889. – 12. I. – P. 38). «Горнозаводское оборудование и установки самых различных видов экспортировались в большом количестве, благодаря чему машиностроители наживались за счёт спекулятивных инвестиций», и особенно крупные заказы «поступали из Южной Америки» (Commercial History and Review of 1890 // Economist Supplement. – P. 21).

⁸⁸³ Economist. – 1889. – 12. I. – P. 38.

⁸⁸⁴ Noyes A. Forty Years of American Financial History / A. Noyes. – N.Y.: Putnam, 1898. – P. 157.

⁸⁸⁵ С 1870 по 1890 г. население страны выросло в два раза, эмигрантами были преимущественно европейцы, среди которых, в отличие от массы малоимущих эмигрантов в США, было немало состоятельных лиц. Приехав в новую страну, они хотели вкладывать свои капиталы в развитие сельского хозяйства. Потребность в постройке дорог и промышленных предприятий была очевидна, всё это требовало инвестиций, и только с 1882 по 1889 г. их объём достиг 1 млрд долларов. Когда в Аргентине в 1881 г. была введена новая национальная валюта, конвертируемая в золото, начался быстрый экономический рост. Природные ресурсы большой страны, в том числе обширные плодородные земли, привлекали инвесторов, и в Аргентину потекли потоки иностранных капиталов, так же как и потоки эмигрантов. За счёт

В Европе в это время на рынках ценных бумаг и биржах наступила очередная спекулятивная горячка (только лишь на Нью-Йоркской бирже курс акций с 1884 по 1889 г. вырос более чем на 50%). Избыток капиталов требовал его вложения, и потоки инвестиций были направлены в разработку недавно открытых залежей нитратов в Чили, в золотые и алмазные шахты Южной Африки и, конечно же, в Аргентину.

Однако в 1889 г. на всех основных финансовых рынках начала ощущаться напряжённость. Банк Англии и Рейхсбанк Германии, озабоченные нарастанием спекулятивного ажиотажа на финансовых рынках, резко повысили процентные ставки (в Англии – до 6%). Ажиотаж сразу спал, рынок затормозился и курсы ценных бумаг стали снижаться. Но убытки инвесторов, чрезмерно увлёкшихся вложением капитала во время бума, были неизбежными. Кризис начался в Германии в марте 1890 года, затронув прежде всего биржу и кредитную систему, а затем распространился на другие страны Западной Европы, США, Аргентину, другие страны Южной Америки.

эмиграции население страны выросло с 1870 по 1890 г. с 1,8 млн до 3,4 млн. Обширные равнины давали простор для железнодорожных проектов, объективно необходимых, чтобы соединить сельскохозяйственные центры со столицей и морскими портами. В 1880-е годы в Аргентине начался инвестиционный бум. Иностранные капиталы, вкладывавшиеся в Аргентину, поступали в основном из Великобритании и других стран Западной Европы. За десять лет, с 1880 по 1890 г., в Аргентине было выпущено 50 облигационных займов (государственных и муниципальных) на общую сумму 78 млн фунтов – в два раза больше, чем в Бразилии, хотя там было в два раза больше населения, чем в Аргентине. К этой сумме необходимо добавить ипотечные бумаги, выпущенные в Аргентине на 30 млн фунтов, а также инвестиции в частные компании. Общая же сумма британских капиталов, вложенных в Аргентину, выросла с 5 млн фунтов в 1885 г. до 23,2 млн в 1889 г. (Marichal C. *A century of Debt Crises in Latin America: From Independence to the Great Depression, 1820–1930* / C. Marichal. – Princeton: Princeton University Press, 1989. – P. 131). Инвестиции направлялись преимущественно в инициированные государством проекты, в том числе в постройку железных дорог, портов и модернизацию городов. В конце 1880-х в Аргентине начался спекулятивный и учредительский бум. За несколько лет было основано множество новых компаний, в том числе железнодорожных. Длина железнодорожной сети с 1870 по 1890 г. увеличилась с 732 до 9000 км. Объёмы кредитов Аргентине росли так быстро, что начали превышать возможности финансовой системы страны выплачивать проценты по ним. Государственный долг Аргентины увеличился в несколько раз, а обслуживание долга и выплата процентов по облигациям также требовали немалых расходов. Только лишь за один 1889 год количество денег в обращении увеличилось на 270 млн долларов. Курс государственных облигаций становился всё более нестабильным, и в 1890 г. наступил крах (Ford A. G. *Argentina and the Baring Crisis of 1890* / A. G. Ford // *Oxford Economic Papers*. – 1956. – № 8. – P. 127–160).

В Аргентине растущий дефицит бюджета и сокращение иностранных инвестиций привели к быстрому обесцениванию национальной валюты – песо, к росту цены на золото. Начался спад железнодорожного бума, финансировавшегося преимущественно за счёт британских инвестиций. Отток золота из Банка Англии и повышение учётной ставки, первоначально вызванные началом кризиса в Германии, сразу же повлияли на Аргентину – возникла волна банкротств, а курсы аргентинских ценных бумаг на Лондонской бирже стали снижаться. Британские банки, эмитировавшие эти бумаги, оказались в затруднительном положении – они были перегружены огромным количеством обесценивающихся ценных бумаг, не имевших сбыта⁸⁸⁶.

В особенности это касалось банкирского дома братьев Бэрингов (Baring Brothers & Co)⁸⁸⁷, одного из известнейших и крупнейших. Им было эмитировано не менее половины из аргентинских и уругвайских ценных бумаг на сумму 30 млн фунтов (по другим оценкам ещё больше – только лишь за один 1888 г. на 28 млн фунтов)⁸⁸⁸. В общей сложности в 1880-е годы Бэринги инвестировали в аргентинские облигации и акции 42 млн фунтов. Кроме того, только лишь с 1888 по 1889 г. они приобрели во время бума этих бумаг ещё на 28 млн фунтов. Большую часть их потом так и не удалось продать, и Бэрингам оставалось лишь вспоминать девиз их династии – *Virtus in arduis* («Стойкость перед лицом трудностей»).

В марте 1890 г. национальный банк Аргентины и провинциальный банк Буэнос-Айреса оказались на грани

⁸⁸⁶ В Англии инвесторы, вложившие капиталы в аргентинские бумаги, сохраняли спокойствие до 1887 г. Настроение изменилось в ноябре 1888 г., когда более половины привилегированных акций компании по водоснабжению Буэнос-Айреса, размещавшихся Бэрингами и созданным для этого синдикатом, остались на руках у андеррайтеров. А в 1889 г. британская пресса всюду заговорила о кризисе в Аргентине. В Лондоне началась паника, и экспорт капитала в Аргентину, достигший своего максимального уровня (23,2 млн фунтов) в 1889 г., сократился до 17,7 млн в 1890 г. и 5,8 млн фунтов в 1891 г. (Stone I. *The Global Export of Capital from Great Britain. 1865–1914: A Statistical Review* / I. Stone. – N. Y.: Palgrave Macmillan, 1999. – P. 66–67, 378–380).

⁸⁸⁷ К 1890 г. банкирский дом братьев Бэрингов был старейшим и одним из самых уважаемых коммерческих банков лондонского Сити, основанным в 1763 г. Бэринги входили в круг наиболее состоятельной финансовой элиты лондонского Сити и на протяжении всего XIX в. были основными конкурентами Ротшильдов. Банк Бэрингов занимался финансированием крупных операций в мировой торговле, а также размещением иностранных облигационных займов (в этом бизнесе Бэринги занимали второе место после Ротшильдов).

⁸⁸⁸ *Economist*. – 1890. – VII. 12. – P. 891.

банкротства⁸⁸⁹. Состояние экономики осложнялось ещё и неурожаем зерна, а также политической революцией летом 1890 г. В финансовых кругах Буэнос-Айреса началась паника, что сразу же отразилось на положении держателей аргентинских ценных бумаг. Крупнейшим из них был банк братьев Бэрингов.

Коллапс банкирского дома произошёл в ноябре 1890 г., когда ему пришлось приостановить платежи. Положение осложнилось тем, что этот банкирский дом был тесно связан с Банком Англии – держателем крупного пакета ценных бумаг Бэрингов, а золотые запасы банка снизились с 22,5 млн фунтов в апреле до 18,6 млн в начале ноября, после чего учётная ставка была повышена с 3 до 6%. В Лондоне началась всеобщая паника – казалось, что крах всей финансовой системы неминуем. И только своевременное вмешательство со стороны Банка Англии и всего лондонского банкирского сообщества помогло избежать катастрофических последствий для всей британской (а может быть и мировой) финансовой системы.

Если бы Бэринги успели разместить все аргентинские бумаги, переложив на плечи инвесторов бремя долгов по южноамериканским облигациям, то, вероятно, кризис в далёкой Южной Америке не настолько затронул бы могущественный лондонский банкирский дом. Но Бэрингам не удалось этого сделать, что создало серьёзные проблемы для их банка, поставив его на грань краха⁸⁹⁰. Кроме того, банк Бэрингов выдал на значительные суммы кредиты другим банкам, железнодорожным

⁸⁸⁹ В мае истекал последний срок уплаты процентов по займам. Правительство пыталось любой ценой собрать необходимые капиталы, продав несколько прибыльных железнодорожных линий британцам, но не смогло этим шагом решить проблем бюджета и лишь вызвало политический скандал. 26 июля 1890 г. президент Juarez Celman подал в отставку и его место занял вице-президент Carlos Pellegrini, но выплатить проценты по внешним займам правительство было не в состоянии. В ноябре министр финансов обратился к основным финансовым партнёрам – Бэрингам с просьбой организовать размещение нового займа, но к тому времени у Бэрингов дела шли неважно, и они уже ничем не могли помочь (Ziegler P. *The Sixth Great Power: Barings, 1762–1929* / P. Ziegler. – L.: Harper Collins Publishers Limited, 1988. – P. 243).

⁸⁹⁰ Так как банк Бэрингов был основным партнёром правительства Аргентины, он размещал аргентинские займы в других банках Европы, и через него прошло аргентинских бумаг на 27 млн фунтов из 78 млн. Ещё на 5 млн фунтов бумаг было размещено через зарегистрированные в Англии компании (Western Railway of Santa Fe – 1 млн фунтов, 1887–1889 гг.; Curamalan Land Company – 0,5 млн, 1888 г.; Buenos Aires Water Supply and Drainage Company – 3,5 млн, 1888 г.; перед кризисом планировалось разместить ещё на 6,5 млн бумаг этой компании) (Orbell J. *Baring Brothers & Co., Limited: A History to 1939* / J. Orbell. – L.: Baring Brothers & Company, 1995. – P. 51).

компаниям и торговым домам.

Когда стало ясно, что положение банка Бэрингов нестабильно, с 11 по 15 ноября 1890 г. в тайне была организована спасательная операция, которой руководил Уильям Лиддердэйл, управляющий Банка Англии. Анализ состояния баланса Бэрингов показал, что их банк нуждается в срочном вливании 8–9 млн фунтов. Лиддердэйл быстро собрал необходимую сумму (большую её часть предоставили в долг Ротшильды, 3 млн фунтов – Банк Франции и 1,5 млн – правительство Российской империи)⁸⁹¹. Лиддердэйлу удалось создать гарантийный стабилизационный фонд (в нём приняли участие все крупные банки лондонского Сити) на случай банкротства и ликвидации компании Baring Brothers & Co. Такая инновационная практика создания гарантийного стабилизационного фонда оказалась весьма эффективной и в дальнейшем применялась во время всех финансовых кризисов⁸⁹².

Проблемы в банке братьев Бэрингов вызвали шок в английском обществе не только из-за сумм ожидаемых потерь, но и потому, что Бэринги считались лидерами в финансовом мире ещё тогда, когда Ротшильды только начинали свой бизнес и занимались мелкой торговлей. Новость о том, что Baring Brothers & Co на грани краха, потрясла финансовые круги Сити – никто не мог даже предположить такого в отношении старейшего и крупнейшего банка. Лондонские финансисты сразу поняли всю степень риска, как поняли и то, к чему может привести коллапс банка Бэрингов – через него ежедневно проходили значительные финансовые потоки, и его падение привело бы к банкротству многих других лондонских банков, связанных с Бэрингами. Обычно считается, что во время банковских кризисов прежде всего страдают мелкие банки, а крупные слишком велики для падения. Но кризис Baring

⁸⁹¹ Лиддердэйл пытался получить помощь и от британского правительства. Вначале эти попытки были безуспешными, но 14 ноября, когда ситуация стала особенно напряжённой, на совещании министров было принято решение, что британское правительство возьмёт на себя половину любых убытков, могущих возникнуть у Бэрингов в течение следующих суток. Это решение в значительной мере помогло стабилизировать ситуацию.

⁸⁹² В общей сложности в этот фонд было собрано 17 млн фунтов. Из них 1 млн предоставил Банк Англии, Glynn, Mills Corrie & Co, ведущий частный банк Сити, и N. M. Rothschild & Sons – по 500 тыс. фунтов. Другие крупные частные банки внесли по 100–250 тыс. фунтов. Основные акционерные коммерческие банки (National Provincial Bank, London & County Bank, London and Westminster bank) внесли по 750 тыс. фунтов каждый (Clapham J. The Bank of England. A History. 2 vols. V. 2. 1797–1914 / J. Clapham. – Cambridge: CUP Archive, 1958. – P. 333).

Brothers показал, что так бывает не всегда. Накануне кризиса всем казалось, что банк Бэрингов действительно настолько велик, что с ним вряд ли что-то может случиться. В банковском бизнесе Лондона конца XIX в. банк Baring Brothers имел, пожалуй, даже большее значение, чем Lehman Brothers во время кризиса 2007–2008 гг. Baring Brothers был старым семейным коммерческим банком, и отчасти он начал сдавать позиции, не выдерживая конкуренции с быстро растущими новыми акционерными коммерческими банками, выходившими на первый план. Однако к 1890 г. и в смысле репутации, и по объёму оборотов (25 млн фунтов) Baring Brothers был среди пяти крупнейших британских банков и среди семи крупнейших банков Европы, включая депозитные банки. Из расположенных в Лондоне банков только три были больше Baring Brothers – крупнейший на то время в мире National Provincial с оборотами 45 млн фунтов, London and County Banking Company (43 млн фунтов), London and Westminster Bank (32 млн фунтов). Британский банк Ротшильдов N. M. Rothschild Sons & Co был примерно такого же размера, как банк Бэрингов, но обладал бóльшим основным капиталом. Среди банков в других странах Европы Бэринги были сравнимы лишь с французскими банками Rothschild Freres и Credit Lyonnais. Остальные крупнейшие французские, немецкие и американские банки заметно уступали Baring Brothers⁸⁹³.

Тщательно хранимая в тайне операция по спасению Бэрингов была хорошо организована, демонстрируя силу британской финансовой системы и её способность справляться с любыми затруднениями. А финансовый кризис 1890 г., обычно называемый «крахом Бэрингов», стал одним из наиболее типичных кризисов эпохи золотого стандарта, вызванным рискованными инвестициями в аргентинскую экономику. Хотя кризис 1890 г. и не был глобальным финансовым кризисом в полном смысле слова, он имел в себе глобальный аспект, связанный с экспортом британского капитала.

Крах Бэрингов поставил перед финансистами Сити вопрос о том, повышают ли кризисы консолидацию банковской системы? В известном смысле, это утверждение справедливо – за счёт ликвидации мелких и слабых банков происходит нечто подобное естественному отбору и остаются только наиболее стабильные и силь-

⁸⁹³ Cassis Y. Crises and Opportunities. The Shaping of Modern Finances / Y. Cassis. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – P. 169–170.

ные⁸⁹⁴. К тому же банковские кризисы обычно приводили к последующей волне слияний банков⁸⁹⁵, и кризис Бэрингов подтолкнул это вполне естественное стремление к стабильности и безопасности в общей неопределённости послекризисного времени. В слияниях 1891 г. принимали участие отнюдь не проблемные и нестабильные банки, а престижные лондонские банкиры, чувствовавшие себя вполне уверенно до событий 1890 г. В это время значение частных депозитных банков Лондона всё больше уменьшалось по сравнению с коммерческими банками. В результате слияний 1890-х годов образовалась группа поистине гигантских лондонских банков, имевших сеть филиалов и отделений, охватывавшую всю страну и контролировавшую около 70% всех британских депозитов⁸⁹⁶. Крупнейшими в этой группе «хищниками», поглощавшими более мелкие банки, были Lloyd Bank и Midland Bank, первоначально провинциальные банки, основанные в Бирмингеме, перенесённые в Лондон в 1884 и 1891 гг.⁸⁹⁷

Так кризис 1890 г. оказался для Англии неожиданно глубоким. «Огромный экспорт капитала... расширил основу циклического подъёма в Англии. Но вместе с тем это означало и расширение основы циклического кризиса. В период подъёма Англия наживалась, теперь она получала удары, терпела убытки на всех континентах. Аргентинский кризис не только поставил кредитную систему Англии под угрозу банкротства, он больно ударил по ряду важнейших отраслей промышленности. Вывоз британских товаров в Аргентину уменьшился за 1889–1891 гг. в 2,5 раза. Особенно по-

⁸⁹⁴ Так, после кризиса банка Бэрингов в 1892 г. обанкротился старинный англо-испанский банкирский дом C. de Murrietta & Co, тесно связанный с Аргентиной и в первую очередь пострадавший от кризиса в этой стране (Chapman S. *The Rise of Merchant Banking* / S. Chapman. – L.: Taylor & Francis, 1984. – P. 80).

⁸⁹⁵ После кризиса банка Бэрингов в 1891 г. отмечалось наибольшее (по сравнению с предыдущими годами) количество слияний и поглощений – 18. Среди английских банков в 1862–1889 гг. в год было в среднем 7 слияний и поглощений, в 1890–1902 гг. – более 11 (Sykes J. *The Amalgamation Movement in English Banking, 1825–1924* / J. Sykes. – L.: P. S. King & Son Ltd, 1926. – P. 97).

⁸⁹⁶ С 1890 по 1910 г. доля депозитов в пяти крупнейших банках выросла с 26,5% по 43%, в десяти крупнейших – с 38% по 64,7% (Capie F. *Concentration in British Banking, 1870–1920* / F. Capie, G. Rodrick-Bali // *Business History*. – 1982. – Vol. 24. – №. 3. – P. 287).

⁸⁹⁷ С 1890 по 1914 г. Lloyd Bank поглотил 33 более мелких банка, Midland Bank – 26, и к началу XX в. эти два банка стали крупнейшими в Британии (Cassis Y. *City Bankers, 1890–1914* / Y. Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 1994. – P. 46–52).

страдали английские заводы, производившие железнодорожное оборудование»⁸⁹⁸.

Кризис 1890 г. вызвал рецессию на британском финансовом рынке, длившуюся до 1893 г. «После 1890 г. английская промышленность опять вступает на фазис упадка: ценность экспорта падает, обороты расчётной палаты сокращаются, цены понижаются. Но, как и в 1880-х годах, падение волны промышленного оживления не сопровождается промышленным кризисом»⁸⁹⁹. Последствия рецессии были ощутимы – экспорт капитала из Великобритании сократился со 123 млн фунтов в 1889 г. до 32 млн в 1893 г. С 1894 г. он начал медленно повышаться, но докризисного уровня достиг только в 1900 г.⁹⁰⁰

К началу 1891 г. паника в Лондоне ослабела, хотя количество банкротств росло ещё три года – за 1890–1893 гг. обанкротилось более 34 тысяч компаний с общими капиталами 54 млн фунтов. К началу 1892 года на Лондонской бирже уже снова отмечался переизбыток свободных капиталов, но рынок ценных бумаг пока не активизировался⁹⁰¹. Всё это совпало со снижением доходности государственных облигаций и отсутствием эмиссий новых займов⁹⁰². Как бы там ни было, на рынке капиталов возник некий вакуум, и свободные капиталы требовали выгодного вложения. Из-за кризисов в Австралии, Аргентине и США уменьшились возможности инвестировать капиталы в ценные бумаги этих стран, ранее традиционно привлекавших многих инвесторов. Те из них, кого вполне устраивали британские ценные бумаги (хотя доходность британских акций, считавшихся более надёжными, была ниже, чем у иностранных), обратили своё внимание на акции строительных компаний. Возник бум жилищного строительства, закончившийся бан-

⁸⁹⁸ Кроме того, в 1890 г. английская торговля пострадала и «от катастрофы, которой окончилась дикая спекуляция с рудниками в Южной Африке, приведшей там к краху банковской системы и приостановке всех коммерческих операций» (Commercial History and Review of 1890 // Economist Supplement. – 1891. – P. 1).

⁸⁹⁹ Туган-Барановский М. И. Периодические промышленные кризисы. История английских кризисов, общая теория кризисов / М. И. Туган-Барановский. – СПб.: Т-во О. Н. Поповой, 1914. – С. 156.

⁹⁰⁰ Stone I. The Global Export of Capital From Great Britain, 1865–1914: A Statistical Survey / I. Stone. – L.: Palgrave Macmillan, 1999. – P. 378–380.

⁹⁰¹ Money Plentiful in London // The New York Times. – 1892. – January 24.

⁹⁰² И хотя государственные облигации к началу 1890 годов уже значительно сдали свои позиции на рынке ценных бумаг под натиском множества новых акций, немало было инвесторов, всё ещё привязанных к этим бумагам, – возможно, в силу консервативных настроений, веры в их надёжность либо просто нежелания менять свои сложившиеся привычки.

кротством строительной компании Liberator Building Society в результате многочисленных финансовых махинаций её руководителя Дж. Бальфура (Jabez Balfour), в 1892 г. бежавшего из Англии за границу, чтобы уклониться от наказания.

К маю 1893 года обстановка на бирже полностью стабилизировалась, в том числе восстановились котировки американских железнодорожных акций⁹⁰³. В эти годы распространилась практика преобразования ранее существовавших частных предприятий либо паевых товариществ в акционерные компании – это давало возможность выпустить акции, распространить их среди инвесторов и собрать наличные деньги, а в дальнейшем вести с акциями игру на повышение.

После окончания кризиса и периода стагнации начался новый подъём. Немаловажную роль играли окончание мирового аграрного кризиса, длившегося около двух десятилетий, и поиск новых рынков. Развитие международной торговли подкреплялось созданием железнодорожной сети в Австралии, странах Азии, Африки и Южной Америки⁹⁰⁴.

Для тех инвесторов, которых после «кризиса Бэрингов» продолжали интересовать иностранные ценные бумаги, дававшие большой доход, в начале 1890-х новые возможности открылись в бумагах компаний, начавших добывать золото в Южной Африке и в Австралии. По своему значению для рынка драгоценных металлов открытие новых месторождений золота в этих странах стало сопоставимо с «золотой лихорадкой» 1850-х годов в Калифорнии. Как обычно бывает с новыми ценными бумагами, акции золотодобывающих компаний сразу же стали предметом спекуляций в Лондоне, а на фоне сокращения других инвестиционных возможностей весь энтузиазм инвесторов оказался направленным на эти южноафриканские и австралийские бумаги. В декабре 1894 г. на Лон-

⁹⁰³ The Acute Stage of the Financial Crisis Has Passed // The New York Times. – 1893. – May 22.

⁹⁰⁴ Общемировые объёмы торговли выросли с 56,8 млрд марок в 1883 г. до 62,9 млрд в 1891 г. и 79,2 млрд в 1900 г. (среднегодовые темпы роста увеличились с 0,76% в 1891 г. до 1,82% в 1900 г.). Лидерами в этом подъёме были США и Германия. Беспрецедентных для того времени размеров достигла в 1890-е годы эмиссия ценных бумаг, выросшая с 22,3 млрд франков в 1881–1885 гг. до 40,4 млрд в 1886–1890 гг. и 60,9 в 1896–1900 гг. Большинство из этих бумаг были промышленными и железнодорожными (12,3 млрд франков, 22,9 млрд и 28,2 млрд соответственно) (Мендельсон Л. А. Теория и история экономических кризисов и циклов. В 3 т. Т. 2. / Л. А. Мендельсон. – М.: Изд-во социально-экон. лит-ры, 1960. – С. 420–421, 424, 433).

донской бирже среди наиболее популярных бумаг были британские и колониальные государственные займы (11 наименований), облигации иностранных займов (23 наименования), бумаги британских (22 наименования), американских (21), колониальных и иностранных железных дорог (9), а также акции южноафриканских, австралийских и мексиканских горнодобывающих компаний (British South Africa, De Beers, Rio Tinto и др.)⁹⁰⁵. Масштабы бума на рынке акций золотодобывающих компаний, как и масштабы неизбежного в таких случаях коллапса, были сравнимы с железнодорожным бумом и крахом 1840-х годов.

Рост инвестиций, в том числе в ценные бумаги, неизбежно должен был привести мировую экономику к новому кризису, как и активное учреждение акционерных компаний⁹⁰⁶. Однако очередной промышленный подъём в Англии не был настолько бурным, как в США и в Германии, явно лидировавшим по темпам экономического развития. В особенности это касалось таких новых отраслей промышленности, как электротехническая и химическая⁹⁰⁷.

Период подъёма конца 1890-х годов закончился мировым финансовым кризисом 1900 г. В Англии из-за отсутствия бурного экономического подъёма кризис 1900 г. был вялым и не сопоставимым с «крахом Бэрингов» 1890 г. Иногда высказывалось мнение, что кризис 1900 г. вообще обошёл Англию стороной, так как из-за

⁹⁰⁵ The Stock Markets // The Economist. – 1894. December 22. – P. 1582–1584.

⁹⁰⁶ Их количество выросло в Англии с 14 772 в 1891–1895 гг. до 25 087 в 1896–1900 гг., в Германии с 634 до 1389, во Франции – с 2917 до 5029. Взаимное проникновение промышленного и банковского капитала породило сложные схемы многоступенчатого участия, для которых создавалась система дочерних предприятий. Значительно (в среднем в два раза) выросла с 1894 по 1900 г. и кредитная экспансия – в США с 3,1 до 6,2 млрд долл., в Германии с 3,3 до 6,5 млрд марок, во Франции с 0,8 до 1,4 млрд франков (в Англии этот рост был значительно меньше – с 526 млн фунтов до 686 млн) (Мендельсон Л. А. Теория и история экономических кризисов и циклов. В 3 т. Т. 2 / Л. А. Мендельсон. – М.: Изд-во социально-экон. лит-ры, 1960. – С. 434–435).

⁹⁰⁷ В лёгкой промышленности годовой прирост производственных мощностей был всего 4%, в то время как в Германии – 40%, в США – 41%, в России – 91%. Несколько быстрее росла тяжёлая промышленность (производственные мощности металлургической промышленности выросли на 40%, выплавка стали увеличилась в два раза, с 1,6 до 3,2 млн т), а расширение британской электротехнической промышленности значительно отставало от США и Германии (показательно, что всё больше электротехнического оборудования импортировалось из США). В то же время в 1890-е годы значительные накопленные капиталы направлялись в строительство жилых домов (только за 1899 г. в Лондоне и пригородах было построено 27 тыс. жилых домов, в основном коттеджей) (The New Survey of London Life and Labour. Forty Years of Change. Vol. I. – London, 1930. – P. 156).

торможения экономического роста в зрелой британской экономике со второй половины XIX в. интенсивность кризисов начала ослабевать, и в 1900 г. отмечался не столько острый кризис, сколько затяжная депрессия⁹⁰⁸.

Новый период мирового экономического подъёма, начавшийся после кризиса 1900 года и спада 1901–1904 гг., в Англии также был не очень активным. В это время конкуренция со стороны Германии приобрела «угрожающий характер», так как германские производители продавали в Англию товары «по любой цене». Ещё более опасной была конкуренция со стороны Америки, оказавшейся «самым мощным и решительным из всех конкурентов, с которыми Англии приходилось сталкиваться»⁹⁰⁹. Такой депрессивный период в британской экономике продолжался около двух лет, пока в 1904 г. не началось улучшение⁹¹⁰. В эти годы интерес инвесторов к ценным бумагам в целом снизился⁹¹¹.

Когда в 1904 г. начался вялый подъём, длившийся до кризиса 1907 г., железнодорожное строительство в Англии (как в Германии

⁹⁰⁸ Туган-Барановский М. И. Периодические промышленные кризисы. История английских кризисов, общая теория кризисов / М. И. Туган-Барановский. – СПб.: Т-во О. Н. Поповой, 1914. – С. 165. Положение британской экономики было осложнено англо-бурской войной 1899–1902 г. в Южной Африке, хотя «для некоторых отраслей промышленности война была выгодна, правительственные заказы служили им поддержкой. Но прекращение нормальной торговли с Южной Африкой, продолжение военных действий дольше, чем предполагалось, увеличение налогов... с целью покрыть исключительно тяжёлые расходы – всё это вызвало общую депрессию». И даже после окончания войны «мир не принёс снижения налогов военного времени и соответственного увеличения покупательной способности населения», так как «разрушительные последствия трёхлетней войны не могут быть изжиты в один день» (Commercial History and Review of 1902 // Economist Supplement. – 1903. – P. 1).

⁹⁰⁹ Commercial History and Review of 1900 // Economist Supplement. – 1901. – P. 23.

⁹¹⁰ За время депрессии индекс курсов акций (если считать 100% подъём в июне 1890 г.) снизился со 152,0 в 1899 г. до 128,6 в 1904 г. (падение на 15%, длившееся около 5 лет). Суммарный капитал вновь учреждённых акционерных обществ снизился с 310 млн фунтов в 1896 г. до 92 млн в 1904 г. (падение – 70%, длившееся около 8 лет). Эмиссия иностранных и колониальных ценных бумаг снизилась с 51,0 млн фунтов до 26,1 млн фунтов (падение на 49%, длившееся около 2 лет). Количество банкротств увеличилось с 9,3 тыс. в 1899 г. до 12,1 тыс. 1904 г., период роста банкротств продолжался около 5 лет (Мендельсон Л. А. Теория и история экономических кризисов и циклов. В 3 т. Т. 2 / Л. А. Мендельсон. – М.: Изд-во социально-экон. лит-ры, 1960. – С. 482).

⁹¹¹ «Ещё недавно городские займы... разбирались нарасхват», несмотря на не самую высокую доходность – обычно 2,5%. Во второй половине 1900 года эти займы предлагались с доходностью 3%, но «во многих случаях безуспешно» – в условиях начавшегося кризиса инвесторы утратили к ним интерес (По поводу нынешнего положения международного денежного рынка // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1900. – № 44. – С. 201).

и Франции) уже не имело былого размаха⁹¹². Британских инвесторов гораздо больше интересовали железные дороги в других странах. С 1904 по 1906 г. в Лондоне было размещено облигаций британских железных дорог на 11 млн фунтов, иностранных железных дорог на 90 млн фунтов. Эти цифры говорят сами за себя.

Перед кризисом 1907 года значительно возрос объём производства в общемировом масштабе – на 40–50%. Увеличилась потребность в новых рынках, что усилило конкурентную борьбу между производителями за перераспределение сфер влияния и ускорило концентрацию капиталов. Формировались новые монополии и укрупнялись старые – обычно путём создания трестов, при организации которых широко использовались масштабные эмиссии акций, размывавших основной акционерный капитал, но, в то же время, приносявшие значительные прибыли учредителям монополистических объединений. В конкурентной борьбе крупных трестов активно использовалась биржевая игра с ценными бумагами, в которую вкладывались огромные финансовые ресурсы.

Наибольший размах биржевые спекуляции и фиктивные эмиссии акций приобрели в США на Нью-Йоркской бирже, и в эту игру были инвестированы значительные европейские капиталы, поступающие преимущественно из Лондона. Общий объём этих вложений в биржевую игру достигал накануне кризиса 1907 года 500 млн долл., а 300 млн долл. были вложены различными американскими кредитно-финансовыми учреждениями⁹¹³. Всё это привело к росту напряжённости на мировых финансовых рынках (о чем свидетельствовало повышение учётных ставок с июня по декабрь 1906 г. – в Лондоне с 3,3 до 6%, в Берлине с 4,6 до 7%, в Нью-Йорке – с 5,3 до 6,3%), а затем и к кризису 1907 года, эпицентр которого был в США.

Первые признаки кризиса появились в британской экономике в 1906 г., когда началось сокращение капитального строительства. За спадом в строительной отрасли сократилось потребление металла и продукции машиностроения, однако в целом в 1906 г. ещё

⁹¹² Среднегодовой прирост британской железнодорожной сети составлял в 1890–1900 гг. – 0,3 тыс. км, в 1900–1907 гг. – 0,3 тыс. км. В Германии в эти же годы – 0,8 и 1,0; во Франции – 0,6 и 0,7; в то время как в США – 5,8 и 8,3 тыс. км (Мендельсон Л. А. Теория и история экономических кризисов и циклов. В 3 т. Т. 3 / Л. А. Мендельсон. – М.: Мысль, 1964. – С. 44).

⁹¹³ Noyes A. D. Forty years of American finance / A. D. Noyes. – N. Y.: G. P. Putnam's Sons, 1909 (reprint. – Ayer Publishing, 1980). – P. 355–356.

продолжался подъём, отчасти основанный на огромном по своим масштабам экспорте капитала. Перелом наступил в середине 1907 года.

В Англии учётная ставка в 1907 г. достигла 7%, что было верным признаком приближения очередного кризиса. Беспрецедентный после 1873 года рост учётной ставки был вызван нараставшей дестабилизацией финансового рынка в США, оттоком золота из Банка Англии и сокращением его резервов. В марте 1907 г. на английских биржах началось значительное падение курсов промышленных акций (7–11%) и акций американских железных дорог (12%). Ещё большим было падение курсов некоторых английских железнодорожных ценных бумаг – акции дороги Лондон–Брайтон снизились на 38%. Биржевой кризис быстро перерос в финансовый, а затем и общий экономический. Учётные ставки возросли до 7% в Лондоне, 4% в Париже, 6% в Брюсселе и 7,5% в Берлине⁹¹⁴. Последствиями кризиса стал застой во многих отраслях промышленности и рост безработицы. Влияние кризиса 1907 года (продолжавшегося в английской экономике и в 1908 г.) было более глубоким, чем кризиса 1900 г.⁹¹⁵

По тяжести кризиса 1907 г. Англия заняла второе место после США несмотря на вялость предшествовавшего кризису подъёма. Так, кризис 1907 г. оказался значительно серьёзнее, чем кризис 1900 г., опровергая предположение М. И. Туган-Барановского, что со второй половины XIX в. кризисы стали обходить Англию стороной.

К 1910-м годам Лондон как общемировой финансовый центр достиг пика в своём глобальном влиянии⁹¹⁶. Инвестиции в период с

⁹¹⁴ European banks raise their rates // The New York Times. – 1907. – November 11.

⁹¹⁵ «На протяжении последних 30 лет Шотландия и Ирландия не знали такого кризиса. Ни одна отрасль промышленности не была пощажена, и почти все страдали одинаково. Редко можно было найти предприятие, работающее полное время, многие не были загружены и наполовину, другие вообще закрыты. Много ценного оборудования бездействовало, тысячи рабочих не имели работы» (Great Britain. Inspection of Factories and Workshops. Report of the Chief Inspector 1908. – London, 1909. – P. 103).

⁹¹⁶ Из увлечений того времени можно вспомнить о буме вокруг акций компаний, добывавших каучук, из которого изготавливалась в то время резина. Каучук собирали из деревьев гевеи, растущих диким образом в бассейне Амазонки, и каучуковый бум охватил Бразилию и некоторые прилегающие страны с конца XIX века, длившись до начала Первой мировой войны. Массовый экспорт каучука из Южной Америки создал приток капиталов в эти страны, особенно в Бразилию. Однако эти капиталы не были разумно употреблены для развития – более 90% их было потрачено на потребление, в том числе на приобретение предметов роскоши (именно в годы

1873–1914 гг. составляли в среднем за год 8,5% ВВП (в 1856–1873 гг. – 7,2%), в том числе в акции – 0,9% ВВП (в 1856–1873 гг. – 0,9%), иностранные инвестиции – 5% (в 1856–1873 гг. – 4,5%)⁹¹⁷.

В 1909 г. общий объём совокупных инвестиций (внешних и внутренних) достиг 182,86 млн фунтов. Из них в облигации британских государственных займов было вложено 3,84 млн фунтов, в облигации колониальных займов – 20,15 млн фунтов, иностранных займов – 22,07 млн, муниципальных британских займов – 4,9 млн фунтов. В бумаги колониальных компаний было инвестировано 6,59 млн фунтов, иностранных компаний – 10,63 млн. В бумаги британских железных дорог – 0,4 млн, дорог в колониях (преимущественно в Индии) – 11,24 млн, иностранных железных дорог – 43,11 млн. В банки и страховые компании было вложено 4,05 млн фунтов. Прочие инвестиции направлялись в различные отрасли промышленности (в том числе в горнодобывающие компании в Южной Африке – 2,82 млн фунтов, и Австралии – 0,218 млн фунтов)⁹¹⁸. Популярность британских государственных облигаций в целом всё более снижалась⁹¹⁹.

Общее процветание продолжалось до конца 1913 г., но затем внезапно «произошёл перелом... Спрос на товары стал падать. Чёрная металлургия первая его почувствовала, и цены сильно снизились... Спад был постепенным... он не был похож на крах 1908 г.

«каучуковой лихорадки» в городе Манаус, расположенном в среднем течении Амазонки, был построен роскошный театр «Амазонас»). Южноамериканская каучуковая лихорадка закончилась так же быстро, как и началась – в британских колониях в Малайзии началось массовое выращивание гевеи (семена которой в 1879 г. были контрабандно вывезены из Бразилии), и производство каучука на плантациях оказалось более выгодным, чем его добывание в джунглях.

⁹¹⁷ Lee C. H. The British economy since 1700: a macroeconomic perspective / C. H. Lee. – London: CUP Archive, 1986. – P. 51.

⁹¹⁸ Capital Application in 1909 // The Economist. – 1910. – January 1. – P. 5–6. Во время подъёма среди наиболее популярных ценных бумаг на Лондонской бирже можно отметить британские государственные облигации с доходностью 2,5–3,5% (в конце 1909 г. – 5 наименований; в середине 1912 г. – 10), иностранные государственные бумаги (21, в 1912 г. – 25), акции британских железных дорог (28, в 1912 г. – 21), американских (23, в 1912 г. – 30), колониальных и иностранных (17, в 1912 г. – 20), а также горнодобывающих компаний, в том числе связанных с добычей золота в Южной Африке (46 наименований, столько же в 1912 г.) и Австралии (12), алмазов в Южной Африке (28, в 1912 г. – 24), меди в Латинской Америке и других странах (19) (The Stock Markets // The Economist. – 1910. – January 1. – P. 43–44; The Stock Markets // The Economist. – 1912. – July 6. – P. 36–37).

⁹¹⁹ После периода повышения их курса с 96% в 1890 г. до 106,5% в 1895 г. и рекордных 112,5% в 1897 г., начиная с 1900 г. курс был ниже 100% номинала (99% в 1900 г., 89% в 1905 г., 81% в 1910 г., 73% в 1913 г.) (Курс английских консолей с 1889 г. по 1913 г. // Новый экономист. – 1913. – № 24. – С. 12).

Тогда индекс цен упал за первые немногие месяцы после перелома конъюнктуры на 10,4, теперь – на 5%»⁹²⁰.

Кризис 1913 г. начался в Англии позже, чем в США и Германии. Многие предприятия стали сокращать выпуск продукции, ухудшение конъюнктуры рынка «обуславливалось главным образом перепроизводством», и «торгово-промышленная жизнь проявляла понижительную тенденцию»⁹²¹. Полностью кризис проявиться не смог из-за начала Первой мировой войны.

Несмотря на тормозящее воздействие периодических кризисов, общие тенденции развития финансовой системы и рынка ценных бумаг в Англии до начала Первой мировой войны оставались неизменными. Однако снижение темпов экономического развития, перенос производства в колонии вместе с возрастающим экспортом капитала стали первыми предвестниками приближающегося упадка Британской империи.

Восходящая звезда Нью-Йорка

Новая финансовая столица мира

К началу XX века расположенный на берегу Атлантического океана Нью-Йорк, которому вскоре было суждено надолго стать финансовой столицей мира, был четвёртым по значению мировым финансовым центром. Этот «сказочно-прозаический город капиталистического автоматизма» с его «неслыханными для европейских нравов удобствами», такими как «электричество, газовая плита, ванная, телефон», полнее всего выражал «дух современной эпохи». В этом городе «на улицах торжествует эстетическая теория кубизма, а в сердцах – нравственная философия доллара»⁹²².

В 1880-е годы темпы иммиграции в США были наиболее высокими – в среднем за год прибывало по 600 тыс. человек. Из разных стран мира в Америку приезжали самые предприимчивые и смелые переселенцы, стремившиеся найти успех в новой стране. Так за счёт естественного социального отбора сформировалась особая полиэтническая смесь, называемая «американцы». За счёт

⁹²⁰ Commercial History and Review of 1913 // Economist Supplement. – February 1914. – P. 413–464.

⁹²¹ Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1915. – № 13. – С. 592.

⁹²² Троцкий Л. Моя жизнь. Опыт автобиографии //Л. Троцкий. – http://www.knigitxt.com/preview/moya_gizn_v_txt_format_8984.html.

такого отбора самых предприимчивых в конце XIX века возникло главное конкурентное преимущество Америки перед другими странами – человеческий капитал. Предпринимательский дух дополнялся культом индивидуальной свободы, причём не свободы в смысле произвола – *freedom*, а гражданской свободы, подтверждённой в законах – *liberty*.

Особенности менталитета американцев сформировали особенности стиля бизнеса. «Америка, как известно, страна простоты, и взаимные отношения людей, особенно на Дальнем Западе, отличаются сердечностью, теплотой и полным отсутствием господствующего в других странах формализма. Как всегда и всем доступна администрация штата... так всегда и всем открыты двери председательского кабинета любого банка»⁹²³.

Образ Америки ассоциировался с возможностью быстро разбогатеть, и эта возможность, так же как культ материального успеха, оказали глубокое влияние на менталитет американцев, особенно среднего класса, сформировавшегося во второй половине XIX века⁹²⁴. Символом такой жизненной философии стал бестселлер 1889 года – «Евангелие богатства» (*Gospel of Wealth*) Эндрю Карнеги, а игра на бирже была знакома на практике многим. На бирже пробовал играть Марк Твен (после того как попытки стать золотоискателем не привели к успеху), оставивший, как напоминание об этом, известный афоризм: «Октябрь – один из самых опасных месяцев в году для игры на бирже. Остальные опасные месяцы: июль, январь, сентябрь, апрель, ноябрь, май, март, июнь, декабрь, август и февраль»⁹²⁵. И если в некоторых из развивающихся стран XIX века, таких как страны Латинской Америки, национальный менталитет сформировал особую «экономику пребывания в бедности», то к Америке это явно не относилось. На протяжении всего XIX в. Соединённые Штаты Америки были развивающейся страной с вы-

⁹²³ «И эта простота и сердечность ко всякому лицу, по той или иной причине входящему в соприкосновение с высшей администрацией банка, увеличивается ещё более, если таким лицом является коллега по профессии... когда я посещал разные банки в Калифорнии, Орегоне и Вашингтоне, мне показывали всё, что могло интересовать меня... ни на один вопрос я не встретил уклончивого ответа», во время как в Англии в такой ситуации обычно отвечали в общих чертах, не показывая никаких документов и бухгалтерских книг» (Банки за границей. Американские банки и банкиры // Банковское дело. – 1913. – № 1. – С. 27).

⁹²⁴ Считалось, что к среднему классу принадлежали все, кто зарабатывал больше 1000 долларов в месяц, но в то время покупательная способность этой суммы была в 10–15 раз больше, чем сегодня.

⁹²⁵ Афоризмы: фондовая биржа. Марк Твен. – www.aforismo.ru/authors/206/6/.

сокими темпами роста ВВП – с 1800 по 1910 г. в среднем 4% в год (рост ВВП на душу населения – в среднем 1,3% в год).

Формирование нового финансового центра в Нью-Йорке отличалось от становления «столиц капитала» в Лондоне, Париже и Берлине. Это было связано с тем, что финансовая система США формировалась, когда эта страна была крупнейшим реципиентом инвестиций, распределяемых потом из основного финансового центра в Нью-Йорке по другим штатам. В то же время Америка постепенно превращалась в экспортёра накопленного капитала⁹²⁶. В начале XX в. США превратились из развивающейся страны в крупнейшую экономическую систему мира, по величине ВВП на душу населения обогнав Великобританию (а по объёму ВВП став лидером ещё в 1870 г.).

Особенности экономического роста США

Высокие темпы экономического роста США привлекали инвесторов, и общий объём иностранных инвестиций, вложенных в США к концу XIX в. достиг 7 млрд долларов (из них 70% – британских), что способствовало динамизму развития американской экономики. За столетие внутри страны был аккумулирован капитал объёмом 60 млрд долл., во много раз превышавший объём вложенных в США инвестиций.

Для американской экономической системы характерным было преобладание очень крупных компаний (вначале железнодорожных, а потом и промышленных), что отличалось от британских традиций⁹²⁷. Такая принципиальная разница в подходах была свя-

⁹²⁶ В конце XIX и начале XX в. США были основным реципиентом иностранных инвестиций (с 1897 по 1908 г. прямые иностранные инвестиции в США выросли с 634,5 млн долларов до 1638,5 млн долларов; портфельные инвестиции – с 50 млн до 886,3 млн долларов). С начала XX в. США стали сами экспортировать капитал. С 1897 по 1905 г. в США экспорт капитала преобладал (за девять лет – более 1,5 млрд долл.), с 1906 по 1907 и 1901–1913 гг. на время снова стал преобладать импорт, и лишь после Первой мировой войны США стали постоянным экспортёром капитала, со временем – основным (Davis L. E. *Evolving financial markets and international capital flows: Britain, the Americas, and Australia, 1865–1914* / L. E. Davis, R. E. Gallman. – Cambridge: Cambridge University Press, 2001. – P. 234; Davis L. E. *International Capital Markets and American Economic Growth, 1820–1914* / L. E. Davis, L., R. J. Cull. – Cambridge: Cambridge University Press, 2002. – P. 8).

⁹²⁷ В 1902 г. в США промышленных рабочих было ненамного больше, чем в Англии, но в последней практически не было крупных компаний, сопоставимых по размерам с американскими. В США усилилась концентрация производства в метал-

зана с философией бизнеса – для владельцев американских компаний их рост с максимальными темпами в условиях быстроразвивающейся экономики был самодостаточной целью, что характерно для стран с развивающимися рынками. Британские предприниматели в сформировавшейся и зрелой экономической системе спокойнее относились к росту компаний и к их размеру, делая акцент на более продвинутой цели: стабильности роста компании и приносимых ею доходов, а на также повышении общего качества жизни владельцев бизнеса.

К концу XIX века крупнейшая и наиболее могущественная группировка на Уолл-стрит, связанная преимущественно с железными дорогами, ассоциировалась с Джоном Морганом. Вторая группа крупных компаний, связанных с производством стали, была представлена Эндрю Карнеги; третью группу нефтяных магнатов возглавлял Джон Рокфеллер. Конкурентная борьба между этими группировками создавала динамику развития американского бизнеса – динамику, столь характерную для конца XIX – начала XX века.

К началу XX в. крупнейшим в мире банкиром стал Джон Пирпонт Морган, знаменитый финансист, создатель многих крупных промышленных трестов, а затем холдинговых компаний. Господство Morgana в банковском и страховом бизнесе, а также в железнодорожной, сталелитейной (US Steel Corporation) и электроэнергетической (General Electric Company) промышленности было общепризнанным.

«Сталь занимает на рынке исключительное положение. Цены, искусственно вздутые, держатся на постоянном уровне, и конкуренты также имеют возможность получать большие прибыли». Однако те, кто хотели попасть на этот рынок, сталкивались с неожиданными препятствиями. «Они не могут получить желаемого кредита, тонут в заказах, а Уолл-стрит и не думает им помогать»⁹²⁸.

лургической промышленности, где возникли крупные концерны – Carnegie Steel Company, Illinois Steel Company. А в 1901 был создан гигантский «Стальной трест» – United States Steel Corporation, одна из крупнейших компаний в США. Капитализация US Steel достигала 1,4 млрд долл., и в ней работало 250 тыс. человек. Крупнейшая британская компания Fine Cotton Spinners and Doublers имела только 30 тыс. рабочих, а капитализация одной из крупнейших компаний Imperial Tobacco составляла 17,5 млн фунтов. Согласно британским традициям, предпочтение отдавалось небольшим фирмам, часто семейным.

⁹²⁸ «В результате о них начинают ходить таинственные слухи. Иногда пропадают важные бумаги, задерживается необходимая информация из Европы и тому подобное. Случается, что переманивают лучших бухгалтеров, подкупают

В «эпоху трестов», как называли то время, объединения компаний становились крупными монополистами. «Исключительное положение, занятое в последние годы в Соединённых Штатах могущественными промышленными союзами, известными под именем трестов, не могло не озаботить правительства», а возрастающее стремление большинства трестов «сосредоточить в своих руках... наиболее крупные отрасли производства, как, например, производство стали, железа, нефти и др., угрожало в близком будущем произвести экономический переворот в Соединённых Штатах»⁹²⁹.

В 1890 г. был принят антитрестовский «акт Шермана» (названный так по имени министра финансов Джона Шермана), направленный на ограничение влияния трестов, после чего началось их преобразование в холдинговые компании. Наиболее могущественным стал «денежный трест» – финансовый холдинг, созданный группой банкиров с Уолл-стрит во главе с Дж. Морганом, а в центре многочисленных антитрестовских выступлений неизменно оказывалась ещё одна из крупнейших компаний – Standard Oil Дж. Рокфеллера. Инициировав преобразование трестов в холдинговые компании (что было необходимо банкирам для того, чтобы вкладывать деньги в прибыльные акции), группа Моргана подтолкнула начало бума слияния компаний в конце XIX века и радикальный их поворот к финансированию через рынок акций. За счёт слияний и усиления связей с рынком ценных бумаг общая сумма капиталов промышленных компаний, выпускавших акции, выросла с 33 млн долл. в 1890 г. до 7 млрд в 1903 г.

По словам одного из героев романа «Дельцы» Э. Синклера, «во времена моей юности люди, накопив немного денег, помещали их в какое-нибудь предприятие и получали свою долю, какова бы

конторских мальчиков, и все деловые тайны становятся достоянием конкурентов» (Синклер Э. Дельцы / Э. Синклер. – royallib.ru/book/sinkler_epton/deltsi.html).

⁹²⁹ Захватив в свои руки ту или иную отрасль промышленности, «трест является единственным хозяином на рынке и устанавливает цены по своему усмотрению. От такого ненормального положения дел страдали прежде всего потребители», так как, устранив конкуренцию, «участники трестов могли регулировать цены на предметы производства по своему усмотрению, а также понижать заработную плату». К такому масштабному развитию трестов в США привела политика протекционизма, «закрывшая американские рынки» для иностранных товаров. «Наиболее могущественным трестом является синдикат, образованный Рокфеллером, захвативший в свои руки всё производство и торговлю нефтью», но «ещё более внушительную силу представляет стальной король Эндрю Карнеги, успевший захватить в свои руки всё производство стали в Соединённых Штатах» (Вопрос о трестах в Соединённых Штатах // Киевлянин. – 1903. – № 34. – С. 1. – Кол. 6).

ни была его прибыль». Всё было честно и просто. «А теперь крупные дельцы взяли всё под свой контроль и стали ещё более алчными, чем раньше. Ничто их не задевает больше, чем сознание, что мелкий акционер получит свою долю прибыли. Они пускаются на разные махинации, лишь бы лишить их такой возможности»⁹³⁰. Так поступал и Морган, бесцеремонно захватывая бизнес своих конкурентов.

Из американских финансовых магнатов того времени одним из крупнейших был Джон Дэвисон Рокфеллер, начавший бизнес практически с нуля и разбогатевший на добыче нефти. Рокфеллер, полностью сосредоточенный на бизнесе с поистине религиозным аскетизмом, казалось бы, лишённый обычных человеческих слабостей в духе этики протестантизма, был для современников загадочной фигурой – многие его ненавидели, а многие преклонялись. При всём своём богатстве Рокфеллер одевался в поношенные брюки и чёрное потёртое пальто, в театр не ходил, книг не читал, питался овсяной кашей и дешёвыми овощами; много денег он тратил на благотворительность⁹³¹.

Банки и небанковские участники финансового рынка

В то время в США существовало пять типов банков – национальные банки (National banks), действующие по общегосударственным законам; коммерческие банки (State banks), действующие по законам отдельных штатов; депозитные банки (Saving banks), инвестиционные трастовые компании (Trust Companies) и банкирские конторы⁹³².

Масштаб участников рынка определял и объём необходимого им финансирования операций. Значительное развитие получили крупные инвестиционные банки (расположенные преимущественно в Нью-Йорке), обеспечивавшие капиталом крупные компании.

⁹³⁰ Синклер Э. Дельцы / Э. Синклер. – royallib.ru/book/sinkler_pton/deltsi.html.

⁹³¹ По слухам, в детстве за каждое поручение по дому отец платил ему деньги. О детстве Джона Рокфеллера известна весьма характерная история – в семилетнем возрасте отец поручил ему вырастить стадо индюков, которых потом Джон продал соседу за 50 долларов, а деньги дал в долг другому соседу под 7% годовых.

⁹³² Из общего количества банков (23 093 в 1912 г.) преобладали коммерческие банки (12 166), на втором месте были национальные банки (7145), за ними шли депозитные банки (1759), трастовые компании (1089) и банкирские конторы (934) (Банки за границей. Американские банки и банкиры // Банковское дело. – 1913. – № 1. – С. 27–28).

В Нью-Йорке сформировалось две основные группы банков – англо-американских и протестантских по своему происхождению (J. P. Morgan & Co., Kidder Peabody & Co., Lee Higginson & Co.) и немецко-еврейских (Kuhn, Loeb & Co., Speyer & Co., J. & W. Seligman & Co.). Большинство из основных финансовых домов Уолл-стрит, к концу XIX века тесно связанных с организацией и финансированием крупнейших индустриальных корпораций, начинали свой путь весьма скромно, с небольших компаний, торговавших одеждой либо иными мелкими товарами. Такой путь прошли не только Морган, но Brown Brothers, Kuhn, Loeb and Company, Seligmans и многие другие. В этом не было ничего необычного – многие известные финансисты начинали и с мелкого бизнеса.

Среди небанковских участников американского финансового рынка всё большее значение на рынке ценных бумаг приобретали страховые компании, специализирующиеся на страховании жизни. Эти компании («большая тройка» страховых компаний – Equitable Life, Mutual Life, New York Life, и др.) стали для Уолл-стрит новым источником капитала. Страховые компании считались тогда основным источником обогащения. «Вот где сколачиваются целые состояния». Однако «тут от вас ускользнёт большая часть прибылей, если у вас нет собственных банков» для приобретения ценных бумаг⁹³³. Эти компании аккумулировали в своих руках значительные капиталы, которые могли быть инвестированы на достаточно длительный срок, определявшийся самой спецификой страхования жизни в отличие от страхования рисков. Их активы увеличились с 403 млн долл. в 1875 до 1,7 млрд в 1900 г., и эти компании вкладывали средства в железнодорожные и промышленные акции.

Капиталы, требовавшие выгодного вложения, вскоре начали перетекать в акции инвестиционных трастовых компаний⁹³⁴,

⁹³³ Одна из компаний, производившая электротехнику, пожелала расширить своё предприятие и выпустила облигации на сумму двести тысяч долларов. Владелец компании обратился к страховому обществу и предложил ему купить их по курсу 90%, но страховая компания отказалась, посоветовав обратиться в кредитное общество. Там предложили купить облигации по курсу 80% номинала. «Делать было нечего, пришлось согласиться». А кредитное общество продало потом эти бумаги тому же самому страховому обществу по номиналу. По словам одного из героев романа Синклера, «я мог бы назвать вам с десяток трестов в Нью-Йорке, которые являются просто передаточным звеном для страховых компаний и существуют специально для этих игр» (Синклер Э. Дельцы / Э. Синклер. – royallib.ru/book/sinkler_epton/deltsi.html).

⁹³⁴ Внешнее сходство понятий trust (промышленный трест как предшественник холдинга) и trust company (доверительная компания по управлению активами) не должно вводить в заблуждение. Инвестиционные трастовые компании не имели отноше-

управлявших активами инвесторов на основе трастового договора. Члены советов директоров страховых компаний стали вводиться в состав директоров трастов и капиталы страховых компаний сыграли немаловажную роль в быстром расцвете трастов. Страховой и трастовый бизнес были тесно переплетены, а крупнейшие участники этого рынка были, в свою очередь, связаны с ключевыми фигурами финансового мира⁹³⁵.

Функции трастовых компаний частично напоминали функции коммерческих банков (они принимали вклады клиентов, выдавали кредиты, участвовали в финансировании промышленных предприятий и железных дорог). К концу XIX в. трастовые компании превратились в полноценные инвестиционные банки. С 1897 по 1907 г. в Нью-Йорке активы трастовых компаний выросли на 244% с 396,7 млн долл. до 1364 млн, в то время как активы частных банков выросли на 97% (с 915,2 млн долл. до 1800 млн долл.), а государственных банков на 82% (с 297 млн долл. до 541 млн)⁹³⁶. Трастовые компании гораздо слабее регулировались законодательством (в особенности это касалось их операций на рынке акций), и это давало возможность большей свободы действий на рынке. Поэтому они часто инвестировали капиталы в рискованные ценные бумаги, являясь наиболее слабым и нестабильным звеном финансовой системы. Более высокая, чем у банков, прибыльность стала одной из причин роста популярности таких компаний. О большем риске таких инвестиций задумывались не все.

Крупнейшими из них были Bankers Trust, Guaranty Trust Company of New York, Manufacturers Trust и др. Одной из известных трастовых компаний была Knickerbocker Trust Company, основанная в 1884 г. Фредом Элдриджем, старым другом Дж. П. Моргана. Компания стала символом успеха инвестиционных трастовых компаний – нового для США вида финансовых посредников, специализировавшихся на управлении активами клиентов, однако

ния к трестам – в основе деятельности этих компаний по управлению активами был трастовый («доверительный») договор инвестора с компанией о передаче в управление своих активов для их дальнейшего выгодного инвестирования.

⁹³⁵ Президент New York Life Джон МакКолл был ставленником Моргана, другие крупнейшие игроки страхового рынка также были тесно связаны с финансовой элитой Уолл-стрит. Equitable Life контролировала Mercantile Trust Company, а Mutual Life – трастовую компанию New York Guarantee and Indemnity Company, переименованную в Guaranty Trust Company после того как в состав совета директоров трастовой компании вошли руководители страховой компании Mutual Life.

⁹³⁶ Moen J. The Bank Panic of 1907: The Role of Trust Companies / J. Moen, E. Talmann // Journal of Economic History. – 1992. – Vol. 52. – № 3. – P. 612, 616.

обанкротилась во время кризиса 1907 г. Впрочем, компанию Knickerbocker Trust трудно было назвать крупной в отличие от действительно больших трастов (получивших поддержку со стороны Моргана) – The Trust Company of America и Linkoln Trust. Trust Company of America по величии активов (100 млн долларов) занимала второе место, опережая компанию Knickerbocker Trust, бывшую на третьем месте (активы крупнейшего в США банка, National City Bank, составляли в 1907 г. 231,5 млн долларов)⁹³⁷.

Проблема качества корпоративного управления и финансовой информации

В эпоху всеобщей монополизации обострилась проблема качества корпоративного управления и защиты прав инвесторов. До конца XIX в. этому не придавалось особого значения – государственное регулирование экономики осуществлялось на уровне отдельных штатов, и только в конце XIX в., когда усилились протесты против повышения влияния монополистов (железнодорожных компаний, промышленных трестов и крупных промышленных корпораций), проблемы государственного регулирования начали рассматриваться на федеральном уровне. В 1887 г. Конгрессе утвердил Interstate Commerce Act, в 1906 г. – Hepburn Act и в 1910 Mann-Elkins Act.

Всё больше внимания уделялось качеству финансовой информации, касающейся железнодорожных и других акций – в 1865 г. был основан специализированный еженедельник Commercial and Financial Chronicle, а в 1889 г. Wall Street Journal, первоначально скромная газета на четырёх страницах, со временем ставшая одним из авторитетнейших источников финансовой информации. Кроме того, издавались American Railroad Journal, Poor's Manual of Railroad Securities (издателем которого был Генри Пур, именем которого было названо рейтинговое агентство Standard & Poor) и др.

⁹³⁷ Cassis Y. Crises and Opportunities. The Shaping of Modern Finances / Y. Cassis. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – P. 16.

Нью-Йоркская биржа (New York Stock Exchange) после телекоммуникационной революции второй половины XIX века и внедрения в свою работу телеграфа с середины 1840-х гг. и телефона с 1878 г. стала основным в США рынком ценных бумаг. В 1912 г. на ней обращалось 45% всех ценных бумаг, бывших в листинге на других американских биржах, 69% всех акций и 91% облигаций⁹³⁸.

Биржа специализировалась на акциях крупных компаний с хорошей репутацией (до 1890-х годов – преимущественно железнодорожных). Считалось, что ценным бумагам мелких и ненадёжных компаний на ней не место, и по этой причине акции страховых компаний длительное время не котируются на бирже. В 1898 г. 60% ценных бумаг в США были железнодорожными (в 1914 г. – более 40%). Среди этих ценных бумаг преобладали американские облигации, размещавшиеся в других странах – к 1913 г. железнодорожных облигаций было выпущено на 11,2 млрд долл., акций – на 7,2 млрд. Как и в Англии, именно массовое железнодорожное строительство и его финансирование с помощью ценных бумаг стало решающим фактором в создании инвестиционной культуры и массового рынка ценных бумаг. Хотя среди эмитентов преобладали железнодорожные компании, быстро росли в цене и акции промышленных компаний – Western Union Company, Edison General Electric и др.

Организация Нью-Йоркской биржи отличалась от трёх остальных лидирующих бирж. Подобно Лондонской бирже, она была полностью автономной, однако, в отличие от Лондонской биржи, участники Нью-Йоркской биржи были её совладельцами (количество участников оставалось неизменным с 1879 по 1914 г. – 1100 человек). Поэтому для желающих стать членом биржи существовали определённые ограничения – не столь строгие, как на Парижской бирже, но более существенные, чем на Лондонской. Так, стоимость места на бирже выросла с 7500 долларов в начале XIX века до 79 500 долларов в 1914 г.

⁹³⁸ Michie R. The London and New York Stock Exchanges, 1850–1914 / R. Michie. – L.: Allen and Unwin, 1987. – P. 168–170. В 1880 г. стоимость обращавшихся на бирже облигаций составляла 644 млн долл., акций – 6,66 млн; в 1900 г. – 787 и 11,72 соответственно; в 1909 г. – 1327 и 21,138. В 1909 г. в листинге было 1053 наименования облигаций и 426 – акций (Davis L. E. Evolving financial markets and international capital flows: Britain, the Americas, and Australia, 1865–1914 / L. E. Davis, R. E. Gallman. – Cambridge: Cambridge University Press, 2001. – P. 316–317. – Table 3.5.d1).

Хотя значение Нью-Йоркской биржи в международных процессах экспорта капитала было пока ещё ограниченным, с начала XX в. оно начало быстро возрастать, особенно после того, как в августе 1900 г. через биржу (и с помощью банкирского дома Дж. Моргана) были размещены британские облигации государственного займа на 10 млн фунтов, выпущенного для финансирования англо-бурской войны⁹³⁹. В 1905 г. на Нью-Йоркской бирже были размещены японские государственные облигации на 75 млн долларов. Всего с 1900 по 1913 г. через биржу были размещены в США облигации 250 иностранных займов на общую сумму более 1 млрд долларов (прежде всего, облигации немецких и других европейских городских муниципалитетов, мексиканские консолидированные железнодорожные облигации, а также облигации лондонского метрополитена)⁹⁴⁰.

С возрастанием международного значения американского рынка ценных бумаг было связано и появления в Нью-Йорке отделений иностранных банков (их количество достигло 20 в 1914 г., из них 11 британских, 5 канадских и по одному кубинскому, итальянскому, японскому и чешскому банку)⁹⁴¹.

Хотя в целом американский рынок ценных бумаг всё ещё зависел от британского, концентрация капиталов американскими корпорациями привела к тому, что они начали инвестировать финансовые ресурсы в другие страны – в 1914 г. объём этих инвестиций достиг 2,65 млрд долл. В 1913 г. экспорт капитала из США распределялся таким образом: 46% в страны Латинской Америки, 25% в Северную Америку (Канада), 20% в страны Европы, 6% – прочие страны.

Цикличность в развитии американского рынка ценных бумаг

После окончания кризиса 1873 г. и вызванной им депрессии вторая половина 1870-х – начало 1880-х годов были отмечены массовым железнодорожным строительством и ростом основного ка-

⁹³⁹ Burk K. Morgan Grenfell 1838–1988. The Biography of a Merchant Bank / Burk K. – Oxford: Oxford University Press, 1989. – P. 111–123.

⁹⁴⁰ Carosso V. Investment Banking in America. A History / Carosso V. – Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1970. – P. 80–82.

⁹⁴¹ Wilkins M. The History of Foreign Investment in the United States to 1914 (Harvard Studies in Business History) / M. Wilkins. – Harvard: Harvard University Press, 1989. – P. 453–469.

питала промышленности⁹⁴². К началу 1880-х годов отмечалось общее оживление и на финансовом рынке, и в промышленности. Однако масштабные железнодорожные проекты сопровождались всевозможными злоупотреблениями и мошенничеством, а железнодорожные магнаты обогащались за счёт мелких инвесторов, вкладывавших свои сбережения в акции.

«Новые и новые доходы... стекаются со всех концов страны к Уолл-стриту... в наше время люди не любят прятать деньги в сундуки... они хотят вложить их в дело, и вы придумываете такое дело. Возьмите, к примеру, городские железные дороги здесь, в Нью-Йорке. Казалось бы, какой верный доход ожидает тут вкладчиков! Уличное движение растёт, строительство новых линий не поспевает за ним. Барыш верный». Инвесторы массово покупали акции и облигации городских железных дорог, а организаторы компаний, строящих эти дороги, богатели. «Обычно это политические деятели, получающие вознаграждение взамен тех удобств, какие они предоставляют городу»⁹⁴³.

Один из героев романа Э. Синклера «Дельцы», ещё не имеющий опыта крупных афер с ценными бумагами, делится со своим собеседником планами создания железнодорожной компании. «А не стоит ли случайно за спиной вашей железнодорожной компании какой-нибудь трест?» – спрашивает его искушённый в таких делах собеседник. «Несомненно», – ответил первый⁹⁴⁴.

⁹⁴² С 1879 по 1883 г. в США было построено 63,9 тыс. км железных дорог (во время подъёма 1869–1873 гг. – 45,1 тыс. км) (Commercial History and Review of 1882. Economist. Supplement, 1883. – P. 32).

⁹⁴³ «Они вводят новую систему, которая действует, как автомат против лука и стрел; организуют синдикат, а он без всяких затрат получает привилегии на строительство дорог, а затем продаёт их какой-либо компании за миллионы. Случалось, они продавали привилегии, которыми не обладали вовсе, и такие железные дороги, каких ещё не существовало на свете. Вам будут говорить о неоднократных реконструкциях, каких не было и в помине. А в итоге они загребают примерно тридцать миллионов долларов. Тем временем мелкие акционеры удивляются, почему они не получают своего дивиденда!» (Синклер Э. Дельцы / Э. Синклер. – royallib.ru/book/sinkler_epton/deltsi.html).

⁹⁴⁴ Тогда «ваши хозяева», – говорит опытный собеседник, – вскоре скажут, что первый выпуск облигаций не покрывает стоимости предполагаемых работ. «Смету сочтут заниженной», затем выпустят новую партию облигаций, «и компания вашего президента получит новый подряд. Затем вы узнаете, что ваш президент организует промышленное предприятие неподалёку от дороги, а дорога предоставит ему негласно скидку или практически будет перевозить его товары бесплатно. Он может также заставить дорогу заплатить ему за эксплуатацию вагонов, представляющих его личную собственность. Или, возможно, имеет какое-нибудь промышленное

В железнодорожных (так же как и в сталелитейных и многих других) компаниях их владельцы-монополисты планомерно увеличивали свой пакет акций (и, соответственно, своё влияние) с помощью дополнительных эмиссий акций. На общем собрании предлагался проект дополнительной эмиссии с преимущественным правом выкупа текущими акционерами и с условием, что непроданные акции остаются за основными крупными акционерами, получающими таким образом всё больший контроль над компанией⁹⁴⁵.

Тем временем назревал новый кризис. Его приближение ускоряла тенденция к монополизации, особенно сильно проявившаяся в США в железнодорожном строительстве и в добыче нефти. В форме пулов монополизация распространялась и на другие отрасли промышленности, а также на банковский бизнес. Именно монополизация во всех странах усиливала биржевую спекуляцию и кредитную экспансию, раздувая учредительство (в том числе в железнодорожном строительстве) до нереалистичных размеров, что не могло не закончиться очередным крахом. Во второй половине 1881 г. в США появились признаки спада железнодорожного бума и приближения промышленного кризиса. В январе 1881 г. курс акций железнодорожных компаний достиг максимума и началось его падение, всё более ускорявшееся – биржи были переполнены же-

предприятие, и строительство дороги для него уже побочное дело. – А разве вы знаете, о какой дороге я говорю? – спросил неопытный предприниматель. – Вы обрисовали абсолютно точную картину». Его искушённый собеседник «откинулся в кресло и расхохотался» – он долго смеялся, потому что хорошо знал в отличие от начинающего предпринимателя, что одна и та же схема применялась во всех железнодорожных компаниях (Там же).

⁹⁴⁵ Кроме того, обычной была практика, когда в руководство дороги (особенно на такие должности, как казначей) назначали родственников одного из основных и крупнейших акционеров. Подрядчиков при постройке дороги также использовали «своих», хотя их цены обычно были значительно завышены. Так несколько крупных акционеров наживались за счёт более мелких акционеров. И хотя крупные акционеры вкладывали свои капиталы в строительство дороги, они знали, что «вернут их себе с помощью подобных махинаций, и на руках у них останутся и акции, и всё, что они вручат, продав акции». Такая практика была общераспространённой – «если дорога большая и её возглавляет человек, располагающий большой властью, то почему бы ему этого не сделать?». «А если придут из законодательного собрания штата и начнут задавать нелицеприятные вопросы, они раскроют свои бухгалтерские книги и объяснят, что произвели большие расходы на реконструкцию; такова стоимость дороги, скажут они, а урезав нам ассигнования на транспортные расходы, вы сократите наши дивиденды и лишите нас собственности» (Синклер Э. Дельцы / Э. Синклер. – royallib.ru/book/sinkler_epton/deltsi.html).

лезнодорожными бумагами. В июле 1881 г. начали снижаться курсы промышленных акций, стало увеличиваться количество банкротств.

Положение осложнялось тем, что на европейских финансовых рынках началось повышение учётных ставок и сужение кредита, что затрудняло приток иностранного капитала в США, до того активно участвовавшего в железнодорожных проектах. В США учётные ставки повысились с 5,5% в последнем квартале 1880 г. и против 3,5% в июне до 6,25% в последнем квартале 1881 г. Перелом в состоянии американской экономики и начало кризиса произошли в середине 1881 г. Хотя 1882 г. начался ещё с настроениями продолжавшегося подъёма, в середине этого года приостановило работу около 30 рельсопрокатных заводов и признаки промышленного кризиса стали очевидными⁹⁴⁶.

На бирже и на спекулятивных настроениях публики спад пока не отражался. «Широкие круги публики увлекались спекуляцией не только на фондовой бирже, но и на рынках зерна, хлопка, пищевых продуктов... Спекулятивные операции впоследствии вызвали много торговых банкротств»⁹⁴⁷. Однако в 1882–1883 гг., как и в других странах, на бирже начала расти напряжённость. Учётная ставка повышалась, курсы акций начали снижаться, снова увеличилось количество банкротств (хотя оно и не достигло рекордных показателей 1878 г.). Упадок в промышленности и в железнодорожном строительстве привёл к биржевому краху, разразившемуся в середине мая 1884 г. Крах некоторое время оттягивался за счёт расширения кредита и наконец разразился в мае 1884 г. К середине месяца паника на бирже была максимальной, все акции упали в цене и их владельцы хотели избавиться от них по любой цене.

«Кризис в мае 1884 г., без сомнения, был результатом чрезмерного строительства и финансирования железных дорог в течение последних четырёх лет, в 1880–1883 гг. железнодорожное строительство составило 35 429 миль, не считая прокладок вторых путей. Этот прирост путей потребовал мобилизации почти 500 млн

⁹⁴⁶ Вскоре американский промышленный кризис отразился в Великобритании, где значительная часть производимого металла экспортировалась в США. Кроме исчерпанного американского рынка, исчерпался и азиатский рынок для продукции британской текстильной промышленности. Нарастание промышленного кризиса в США и Англии отягощалось биржевым кризисом во Франции в начале 1882 г., хотя было бы неправильным считать его основной причиной промышленного кризиса в США и Великобритании, имевшего свои собственные причины.

⁹⁴⁷ Commercial History and Review of 1882. Economist Supplement. – 1883. – P. 10–11.

фунтов добавочного капитала, а доходы не соответствовали такому увеличению инвестиций»⁹⁴⁸.

Потребность в наличных деньгах была столь велика, что за кредит до востребования платили 4% в сутки, среднемесячная ставка по таким кредитам достигала в мае 1884 г. 163%. Обанкротилось более десяти нью-йоркских банков и более ста провинциальных. Волна банкротств затронула крупные железнодорожные компании, и серьёзные затруднения испытывал железнодорожный король Джей Гулд. Общее количество банкротств достигло 11 тыс. компаний с капиталами 226 млн долларов. Так США стали главным очагом кризиса 1882–1884 гг., распространившегося затем в других индустриальных странах. Основной причиной кризиса стал закономерный⁹⁴⁹ спад чрезмерного ажиотажа в железнодорожном строительстве. «Огромная армия в 516 тыс. человек, занятая во всех отраслях железнодорожного строительства, была уволена в течение одного года»⁹⁵⁰.

Проблемы были не только в металлургической промышленности и железнодорожном строительстве. «Очевидно, что мы находимся в середине периода сокращения продукции, сокращения, превосходящего по своей силе всё известное до сих пор»⁹⁵¹. «С середины 1884 г. до середины 1885 г. одна пятая промышленных предприятий Соединённых Штатов Америки бездействовала, другая пятая была загружена лишь частично»⁹⁵².

Новый подъём начался со второй половины 1885 г., и он был связан с очередной волной массового железнодорожного строи-

⁹⁴⁸ Economist. – 1884. – 7. VI. – P. 689. Падение цен на акции было особенно заметным для бумаг железнодорожных компаний. Так, с 1881 по 1884 г. курс акций Central Pacific снизился со 100 долларов до 30; Union Pacific со 130 до 28; New York Central со 151 до 37; Northern Pacific с 88 до 37 (L'Economiste Francais. – 1884. – 13. IX. – P. 317).

⁹⁴⁹ Если в 1882 г. в США было построено 18,6 тыс. км железных дорог, то в 1885 г. – только 4,8 тыс. км. Соответственно сократилось производство металлопроката и различного железнодорожного оборудования. В то время как в США «в 1880, 1881 и 1882 гг. быстро увеличилось число заводов и фабрик во всех отраслях промышленности», в 1884 г. строительство промышленных предприятий «почти совсем прекратилось» из-за чего «не менее 250 тыс. человек осталось без работы» (Depression of Trade and Industry. Second Report of the Royal Commission appointed to inquire into the Depression of Trade and Industry. – London, 1886. – Appendix, Part II. – P. 372).

⁹⁵⁰ Report on Industrial Depression. United States Bureau of Labor. – Washington, 1886. – P. 242–243.

⁹⁵¹ Economist. – 1884. – 6. XII. – P. 1483.

⁹⁵² L'Economiste Francais. – 1886. – 20. XI. – P. 628.

тельства⁹⁵³. В США железнодорожная политика сформировалась в значительной мере под влиянием британских традиций. Считалось, что влияние централизованной государственной власти не способствует экономическому росту, однако система местного самоуправления была необходимым условием правопорядка⁹⁵⁴. Финансирование железнодорожного строительства со стороны властей отдельных штатов было широко распространено, особенно на начальном этапе создания железнодорожной сети⁹⁵⁵. Чаще всего финансовая поддержка отдельных штатов происходила в форме выпуска облигационных займов, размещавшихся затем через Лондонскую биржу среди британских инвесторов⁹⁵⁶. Финансовая поддержка со стороны местных властей открывала перед железнодорожными предпринимателями широкий простор для злоупотреблений. Немало было проходимцев, выдававших себя за железнодорожных предпринимателей, в действительности не имевших отношения к строительству железных дорог. Они старались получить

⁹⁵³ В 1885–1892 гг. в мире было построено 190 тыс. км железнодорожных линий, из них 75,4 тыс. км в США. В 1885 г. за год было построено 4,8 тыс. км железных дорог, в 1886 г. – около 14 тыс., в 1887 г. – 21 тыс. км (Partington J. *Railroad Purchasing and the Business Cycle* / J. Partington. – Washington: Brookings Institution, 1929. – P. 68, 79). «Особенно важно, что исключительно низкие цены на строительные материалы позволили в 1887 г. строить новые линии дешевле, чем когда-либо раньше, и поэтому дороги будут доходны и при меньшем объеме перевозок. К тому же строительство осуществляется в большей части компаниями, которые обладают крупными финансовыми ресурсами» (Economist. – 1888. – 21. I. – P. 73).

⁹⁵⁴ Исходя из такого общего подхода при планировании железных дорог и в начале из постройки местные власти штатов активно вмешивались в выбор маршрутов, наилучших для экономического развития того или иного региона. Они оказывали поддержку железнодорожным компаниям, предоставляя им на выгодных условиях земли под постройку дорог и капиталы.

⁹⁵⁵ Правительства отдельных штатов имели свои доходы и, что наиболее существенно, обладали правом выпускать собственные облигационные займы. За счёт этого они располагали значительными финансовыми ресурсами, используемыми для финансирования железнодорожных проектов.

⁹⁵⁶ Так, ещё в 1833 г., в самом начале железнодорожной эпохи в США, когда штат Массачусетс решил предоставить 4 млн долларов для строительства Западной железной дороги (Western Railroad), был выпущен облигационный заём на эту сумму; облигации были номинированы в британских фунтах (Cleveland E. *Railroad Promotion and Capitalization in the United States* / E. Cleveland, F. Powell. – N.Y.: Longmans, Green and Co, 1909. – P. 217). В сущности, это был единственный возможный источник финансирования. Национальный финансовый рынок в США не имел единого центра, его консолидация происходила, когда создание железнодорожной сети уже шло полным ходом. Вероятно, именно трудности с финансированием железнодорожного строительства и стимулировали финансовый рынок к большей степени организованности.

финансирование от властей штатов, чтобы потом выгодно его распределить между собой.

Характерным примером была известная история постройки дороги New York and Oswego Midland. Учредители собрали 5,7 млн долларов на постройку дороги, которая обанкротилась сразу же после открытия, так как оказалась невыгодной. Однако предприниматели получили от этого проекта немалую прибыль. Нередкими были попытки скрыться после сбора денег даже не начав постройки дороги, как это было в случае Northwestern Railroad Company в Пенсильвании. Разводнение акционерного капитала было обычным делом – оно позволяло выпускать и размещать новые акции на суммы, не соответствующие балансовой стоимости дороги. К такому способу прибегали и Корнелиус Вандербильт, и Джей Гулд, и многие другие железнодорожные предприниматели.

Такой размах железнодорожного строительства в США не только активизировал американскую экономику, но и создал потребность в импорте железнодорожных материалов и оборудования из других стран⁹⁵⁷. К концу 1880-х годов США окончательно опередили Великобританию по объёму промышленной продукции, почти такими же быстрыми темпами развивалась экономика Германии. В самом невыгодном положении оказалась Франция⁹⁵⁸.

Однако даже в США, где массовое железнодорожное строительство началось позже, чем в других странах, во второй половине 1880-х был последний всплеск железнодорожного бума. В 1887 г. железнодорожный бум пошёл на спад, и к 1890 г. объёмы железнодорожного строительства сократились в 2,5 раза. Все основные линии уже были построены, а большое количество дутых проектов и прочих злоупотреблений заставляло инвесторов относиться более скептически к предложениям железнодорожных предпринимателей.

Несмотря на это, железнодорожный бум второй половины 1880-х годов вызвал в США биржевой ажиотаж. Казалось бы, ни-

⁹⁵⁷ Импорт железа и стали в США вырос с 489 тыс. т в 1885 г. до 1655 тыс. т в 1887 г. (из Англии – с 404 тыс. до 1303 тыс. т; из Германии – с 1036 до 1246 тыс. т). Так железнодорожный бум в США обеспечивал заказами тяжёлую промышленность стран Европы.

⁹⁵⁸ В середине века, когда в промышленности преобладал ручной труд, она занимала второе место после Англии по объёму производства, но к концу 1880-х годов основным двигателем экономического роста стала тяжёлая промышленность, и Франция в этом отношении не могла конкурировать с Германией и США. И даже экспорт капитала из Франции отчасти был результатом недостаточно активного промышленного развития.

что не предвещало начало паники. Но с начала 1890 г. на финансовом рынке США начало нарастать напряжение – в январе для получения кредита приходилось платить не менее 25%, а иногда и 45%. Приближался кризис 1890 г., который нередко рассматривают как сугубо финансовый, во всяком случае в США. В действительности же сокращение с 1890 по 1891 г. выплаты металла на 42% и производства рельсов на 32% показывает, что дело было не только в биржевом кризисе. Финансовый кризис лишь отражал кризис промышленный, вызванный, как обычно, перепроизводством.

Начало кризиса в Германии, а затем в Аргентине и Англии вызвало в августе панику на американских биржах. В первые дни августа банки имели избыточный резерв 8,9 млн долл., а к концу августа – дефицит в 2,5 млн долл. по причине массового оттока золота. Проценты по кредиту достигли 185% годовых⁹⁵⁹.

Курсы всех акций снижались, и своей кульминации кризис достиг в ноябре, в то же время, что и в Лондоне. Учётная ставка в США поднялась с 5% в августе до 7,5% в ноябре. Особенно сильной была паника 15 ноября после сообщения о крахе банкирского дома братьев Бэрингов⁹⁶⁰. В особенности падение коснулось ценных бумаг железнодорожных и промышленных компаний, а также банков. К концу года их номинальная стоимость ещё более упала и для некоторых бумаг была в 3 раза ниже номинала. Впрочем, этот кризис был в США лишь промежуточным и со второй половины 1891 г. началось заметное улучшение.

Гораздо более серьёзным стал кризис 1893 г. После краха банка Бэрингов в 1890 г. британские инвесторы начали массово избавляться от крупных пакетов американских бумаг и скупать золото. Поводом для кризиса стало принятие 14 июля 1890 г. Акта

⁹⁵⁹ Commercial and Financial Chronicle. – 1890. – VIII. 2. – P. 15. «В августе вспыхнула первая в 1890 г. паника на денежном рынке. 2 августа банки имели избыточный резерв в 8,9 млн долларов. 23 августа – дефицит в 2,5 млн долларов... Наблюдался большой экспорт золота. За неделю, окончившуюся 2 августа, он превысил 6,5 млн долларов, за следующую неделю – 2 млн долларов. Спрос на деньги с Запада и Юга был велик. Ставка на кредиты была очень высока, составляя 20% на первой неделе, 25% на второй, а 21 августа платили 0,5% комиссионных в день сверх обычных 6%, что эквивалентно 186% годовых» (Commercial and Financial Chronicle. – 1890. – 2.VIII. – P. 15).

⁹⁶⁰ На Нью-Йоркской бирже за два часа было продано более 400 тысяч акций, что привело к обвальному падению всех курсов. Всего за ноябрь было продано 9 млн акций за 424 млн долларов при номинальной их стоимости в 851 млн, т.е. в среднем в два раза дешевле. Увеличивалось количество банкротств – в октябре 860 компаний, в ноябре – 930, в декабре – более 1500 (Commercial and Financial Chronicle. – 1891. – I. 10. – P. 2, 10, 64).

Шермана о закупках серебра, согласно которому правительство имело право ежемесячно скупать по рыночной цене 4,5 млн унций серебра и выпускать на эту сумму казначейские билеты⁹⁶¹. Началось падение цен на серебро, вызвавшее всеобщие опасения, что обмен серебра на золото будет прекращён. Это привело к оттоку золота за пределы США, достигшему 500 млн долл. Золотой запас уменьшился со 120 млн долл. в начале 1893 г. до 90 млн в июне и возникла угроза инфляции доллара.

Несмотря на всё это, на бирже начался очередной спекулятивный бум, масштабы которого не соответствовали реальному положению дел. В январе курс промышленных акций был на 14% выше максимального уровня перед кризисом 1890 г. и на 150% выше минимального уровня в конце 1890 г., что было вызвано преимущественно чрезмерной кредитной экспансией. Но вскоре индекс Standard & Poor начал быстро падать и снизился на 27% до февраля 1893 г. На бирже начался кризис, быстро принявший острую форму.

Толчком к началу кризиса стало банкротство 20 февраля одной из крупнейших железнодорожных компаний Philadelphia Railway Company – при капитале в 40 млн долл. её долги достигли 125 млн. Банкротство этой компании стало следствием конкурентной борьбы железнодорожных магнатов. За один день было продано 960 тыс. акций этой компании, а всего за этот день продажа акций стала рекордной для биржи – 1,6 млн. Всё это привело к обвалному падению курсов ценных бумаг, а банки резко сократили кредитные операции. Новая волна банкротств началась в мае – в частности, прекратил существование один из крупнейших трестов National Cordage Company. Акции многих крупных компаний упали в цене в 2–3 раза, а средний курс промышленных акций снизился за первую половину 1893 года в 1,8 раза.

Дестабилизированной была и банковская система – началось массовое изъятие вкладов из банков, которые не могли обеспечить наличными вкладчиков, правильно понявших, что надвигается ещё одна финансовая буря. С мая по сентябрь было изъято вкладов на 300 млн долл. Банки, в свою очередь, стали требовать погашения кредитов, что поставило многие компании в затруднительное положение. К середине лета кредитная система была парализована, и начался период общей стагнации, а учётная ставка выросла до 12–18%. В августе около 600 банков полностью или частично прекра-

⁹⁶¹ Автор акта сенатор Джон Шерман более известен как автор первого антестровского, антимонопольного закона – Sherman Act от 8 апреля 1890 г. (Sherman Act – http://www.law.cornell.edu/uscode/html/uscode15/usc_sec_15_00000001----000-.html).

8%. В августе около 600 банков полностью или частично прекратили платежи, и паника достигла максимума в июле и августе. «Никто не осмеливался тратить деньги, так как не был уверен, что сможет получить свой вклад в банке... затруднялась выплата заработной платы... рабочие получали лишь небольшую часть заработной платы наличными, остальное... сертифицированными чеками, которые они могли обменять на деньги зачастую лишь с доплатой»⁹⁶². Количество банкротств выросло с 7538 в 1890 г. до 11 174 в 1893 г., и в наибольшей мере они коснулись железнодорожных компаний, из которых обанкротилось 74, контролировавших 29 тысяч миль железнодорожной сети. По сообщениям прессы, воздействие кризиса на курсы железнодорожных акций ощущалось до середины 1892 г.⁹⁶³

После снижения оптовых цен производители продукции начали массово снижать зарплату. Пряильщиков одной из фабрик известили, что им «придётся выбирать между сокращением зарплаты и закрытием предприятия. Они предпочли закрытие, не пожелав работать на сокращённую зарплату»⁹⁶⁴. Безработица в США начала расти и в 1894 г. составляла 12,3%, в 1897 г. – 12,4%, и держалась на уровне 10% до 1899 г.⁹⁶⁵

Вследствие этого кризиса в США наступила депрессия 1890-х годов, во время которой усилилась социальная напряжённость (в 1894 г. произошло 1400 забастовок рабочих промышленных предприятий – наибольшее количество за весь XIX век). Начавшаяся в 1893 году стагнация в промышленности и торговле продолжалась около четырёх лет и закончилась только в 1897 г., а кризис 1893 года стал для США наиболее серьёзным и глубоким за весь XIX век.

С середины 1890-х годов в экономике США начался новый подъём. Его особенность была в том, что впервые не железнодорожные проекты стали движущей силой экономического роста, а другие отрасли промышленности – металлургия, машиностроение, электротехника. И хотя в 1890-е годы железнодорожные проекты оставались важным направлением инвестирования (за десятилетие общемировой объём инвестиций в эти проекты достиг 10 млрд

⁹⁶² Economist. – 1894. – I. 6. – P. 15.

⁹⁶³ American railway securities unfavorably affected by the strikes // The New York Times. – 1892. – August 22.

⁹⁶⁴ Want Old Rate Restored // Boston Daily. – 1894. – 10 Febr. – P. 10.

⁹⁶⁵ Rommer C. Spurious Volatility in Historical Unemployment Data / C. Rommer // Journal of Political Economy. – 1896. – Vol. 94. – № 1. – P. 1–37.

долларов). Однако в 1890-е годы в мире было построено на 30% меньше железных дорог, чем в 1880-е годы; в США – на 43% меньше.

В США за первое полугодие 1899 г. общий объём эмиссий ценных бумаг достиг 1064 млн долл., в том числе официально котирующихся на биржах на 620 млн (в 1895 г. котирировалось бумаг на 300 млн долл.). Из выпущенных бумаг облигаций было на 258,5 млн (железных дорог – 239,712 млн; промышленных обществ – 18,821), остальное – акции⁹⁶⁶. «Промышленность занимает всё большее и большее число жителей в цивилизованных государствах, поглощает всё новые и новые капиталы, и её поступательное движение служит наилучшим показателем возрастания экономической мощи каждого из народов», – отмечал в 1899 году, на пике промышленного подъёма второй половины 1890-х годов, петербургский «Вестник финансов, промышленности и торговли»⁹⁶⁷.

Приближение следующего общемирового финансового кризиса 1900 г. в США начало ощущаться с начала года – объёмы промышленной продукции (в частности, в металлургической промышленности) стали снижаться, а средний курс промышленных акций упал с 75 долл. в ноябре 1899 г. до 56 в сентябре 1900 г. Рост напряжённости стимулировался процессами монополизации – с начала 1901 г. возникло 75 новых трестов, включавших в себя 1671

⁹⁶⁶ Акции железных дорог было выпущено на 213,910 млн долл., промышленных – на 130,118 млн, транспортных – на 17,098 млн, банковских – на 0,7 млн. Акции, официально не котирующихся, было выпущено на 442,826 млн долл. Большая часть выпусков новых акций была произведена промышленными группами – American Steel & Wire, Continental Tobacco, American Tin Plate и др. Особенностью рынка акций США было и то, что значительная часть эмиссий была «результатом возникновения трестов различной категории и до известной степени служит продуктом излишней мажорации, т. е. переоценки возникших предприятий. Потому действительная ценность вновь выпущенных акций не лишена проблематичности» (Финансовая хроника. Англия и Соединённые Штаты // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1899. – № 31. – С. 183). «Капиталы большей части этих трестов состоят обыкновенно из привилегированных акций и на одну треть из обыкновенных акций... есть и немного облигаций». Вероятно, «со временем их будет выпущено больше, когда общества в тяжёлые годы будут нуждаться в деньгах». «Большая часть привилегированных акций имеет право на фиксированный дивиденд, выплачиваемый из доходов последующих лет», и если этот дивиденд не был «выдан полностью из прибылей отчётного года, то доходность обыкновенных акций представляется не всегда обеспеченной» (Подъём промышленности и его последствия – финансовые и экономические // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1899. – № 33. – С. 257).

⁹⁶⁷ Подъём промышленности и его последствия – финансовые и экономические // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1899. – № 33. – С. 254.

компанию – общий акционерный капитал новых трестов достигал 2,9 млрд долл. При создании трестов широко распространена была практика новых крупных эмиссий акций, что приносило немалую прибыль учредителям, но при этом происходило размывание основного акционерного капитала⁹⁶⁸.

В мае 1901 г. на Нью-Йоркской бирже разразился масштабный кризис – за три дня снизились на десятки процентов курсы всех акций, в том числе считавшихся наиболее надёжными (акции «Стального треста» обесценились на 50%). Общие убытки от снижения курсов за несколько дней достигли сотен миллионов долларов. Толчком, ускорившим наступление биржевого краха, стала конкурентная борьба финансово-промышленных групп Рокфеллера и Моргана за контроль над железной дорогой Northern Pacific. В ходе этой борьбы Морган распорядился приобрести 150 тысяч акций этой дороги для получения контроля над ней, и биржевыми маклерами Моргана были заключены сделки на срок по поставке этих акций. Но оказалось, что сделки заключены на большее количество акций, чем реально обращалось на рынке. Это привело к резкому росту курса (110 долл. – 5 мая, 205 – утром 9 мая, 1000 – вечером 9 мая), к общей напряжённости на бирже, а затем и панике, кульминация которой наступила 9 мая.

Этот биржевой кризис при всей его остроте и драматичности длился недолго, и уже в июне 1901 г. курсы акций начали повышаться, а затем возобновился и промышленный подъём, хотя в странах Европы в это время кризис ещё только усугублялся⁹⁶⁹. В результате этого общемирового финансового кризиса 1900–1901 гг. объём международных инвестиций на рынках ценных бумаг значительно снизился, хотя и быстро восстановился после 1904 г.

⁹⁶⁸ Так, вся эмиссия акций «Стального треста» в 1901 году не была никак подкреплена возрастанием стоимости реальных средств производства, а из полученной от распространения акций прибыли не менее 150 млн долларов было потрачено на взятки, данные в процессе учредительства (Moody J. The truth about the trusts: a description and analysis of the American trust movement / J. Moody. – New York: Greenwood Press, 1904 (Reprint. – 1968). – P. 453–475).

⁹⁶⁹ Одним из последствий кризиса стало то, что в 1901–1902 гг. американская металлургическая промышленность, ещё недавно лидировавшая, начала утрачивать рынки сбыта и они сократились на 1,8 млн т, в то время как немецкая промышленность, используя своё основное преимущество – более дешёвую рабочую силу, – расширила рынки сбыта на 2,5 млн т.

Кризис 1907 г. в США превзошёл по глубине и силе все предыдущие кризисы⁹⁷⁰. Э. Синклер так описывал типичную схему игры с акциями накануне паники 1907 г. Создал компанию (например, трест по производству мыла), «свои доходы вы оцениваете вдвойне против реальных, так как рассчитываете в дальнейшем удвоить капитал. Но теперь для реализации своих хитрых планов вы выпускаете новый пакет акций на сумму, в три раза превышающую эти воображаемые доходы». Затем распускаются слухи «о чудесных свойствах вашего мыла и о всех привилегиях и правах, какие даёт монополия его производства, которой вы владеете. Так вы сбываете свои акции... по восемьдесят процентов. Даже продав все акции, управление предприятием вы оставите в своих руках. Пайщики беспомощны и неорганизованны, а у вас всюду свои люди»⁹⁷¹.

Напряжённость на финансовом рынке перед следующим кризисом 1907 года стала проявляться ещё с конца 1906 г., когда учётная ставка в банках Нью-Йорка выросла с 5,3 до 6,3%. Цены промышленных акций снижались – в июле 1906 г. их курс был в среднем на 10% ниже, чем в январе этого года. В августе 1906 г. на американских биржах началась очередная игра на повышение, которую вела одна из крупнейших железнодорожных компаний Union Pacific и её президент (в 1904–1907 гг.) Эдвард Харриман, один из американских «железнодорожных королей».

⁹⁷⁰ Косвенно о силе кризиса можно судить по спаду выплавки металла (чугуна), достигшие в 1907 г. 38% (в 1873 г. – 27%, в 1882 г. – 13%, в 1893 г. – 27%, в 1903 г. – 8%).

⁹⁷¹ «Но тут начинают ходить тревожные слухи о нестабильности созданного вами треста, потом его совет директоров собирается на совещание и заявляет, что трест не в состоянии выплачивать проценты с дохода. «Акционеры в панике, некоторые протестуют. Но часы пущены, и вы вытаскиваете свой выигрышный билет раньше, чем кто-либо сообразит, в чём дело. Паника вызывает падение цен на ваши акции, и вы сами скупаете большую их часть. Затем пайщики узнают, что трест по производству мыла перешёл в другие руки и решено избрать новую, честную администрацию, а производство мыла возрастает». Дела налаживаются, «вы покупаете ещё несколько фабрик и снова выпускаете акции и закладные, цена на акции снова повышается, и вы опять продаёте свои. Подобные махинации продлеваются систематически каждые два или три года. И каждый раз вы собираете новую жатву с лиц, которые желали бы вложить свои деньги в какое-нибудь дело, и, кроме немногих лиц с Уолл-стрита, никто не способен уследить за вашими действиями» (Синклер Э. Дельцы / Э. Синклер. – royallib.ru/book/sinkler_epton/deltsi.html).

После объявления о повышении дивидендов с 6 до 10%, курс акций поднялся за сутки на 35 пунктов, к тому же 130 млн долл. было направлено этой компанией на биржу для скупки акций других железных дорог, чтобы создать всеобщий ажиотаж – это было частью плана игры на повышение. Биржевые операции чрезвычайно активизировались, и в 1906 г. на Нью-Йоркской бирже было продано 284 млн акций на 23 млрд долл., что стало для биржи рекордом. Но долго удерживать рынок акций в таком перегретом состоянии было тяжело, и в октябре курсы акций начали падать, что дестабилизировало банки, вложившие свои капиталы в эту игру. Потребовалась помощь со стороны казначейства, направившего в проблемные банки значительные суммы из государственных средств⁹⁷².

Масштабы биржевой спекулятивной игры были таковы, что именно США стали основным очагом мирового финансового кризиса, первые признаки которого начали проявляться весной 1907 г. Это было связано как с темпами роста американской экономики (в начале XX века в среднем 7,3% в год), так и высокой её волатильностью – 6,5–8% в год⁹⁷³. И хотя напряжённость на финансовом рынке отмечалась ещё с 1906 г., острый биржевой кризис в марте 1907 г., как обычно, стал для многих полной неожиданностью. А в октябре 1907 г. в США началась вторая волна кризиса, первоначально связанная с добывающими медь компаниями⁹⁷⁴.

Причины кризиса 1907 г. в США (кроме общей цикличности развития рыночной экономики, усилившейся во всех странах концентрации производства и конкурентной борьбы между монополистами), были связаны с такими специфическими обстоятельствами, как землетрясение в Калифорнии 17 августа 1906 г. (убытки от которого достигли 350 млн долл.), бум на рынке недвижимости, а также быстрое возрастание значения страховых и трастовых компаний на рынке ценных бумаг.

Банкротство инвестиционной трастовой компании Knickerbocker Trust Company подтолкнуло лавинообразное развитие кризиса в США, подобно тому как в 1857 г. толчком к началу кризиса стал крах Ohio Life Insurance & Trust Company. Свою роль

⁹⁷² Reibnitz K. von. Die New Yorker Fondsbörse (Stock Exchange): ihre Geschichte, Verfassung und wirtschaftliche Bedeutung / K. von Reibnitz. – Fischer, 1912. – P. 96.

⁹⁷³ Bruner R. F. The Panic of 1907. Lessons Learned from the Market's Perfect Storm / R. F. Bruner, S. D. Carr. – New Jersey: John Wiley & Sons, 2007. – P. 7.

⁹⁷⁴ Спрос на медь, применяемую в электротехнике, резко возрос с началом бурного развития электротехнической промышленности.

в возникновении предкризисного состояния сыграло и быстрое раздувание пузыря недостаточно надёжных кредитов.

Кризис необеспеченных кредитов был для американской финансовой системы явлением новым, и в прессе велись дискуссии, действительно ли первая волна паники 1907 года была кредитным кризисом⁹⁷⁵. Сегодня связь паники 1907 года с кризисом необеспеченных кредитов уже не вызывает сомнений, и события 1907 г. сравнимы с кризисом 2007–2009 гг. (начавшимся в США, также как кризис необеспеченных кредитов на рынке недвижимости).

Первым толчком к началу кризиса стало интервью Э. Харримана, в котором он, решив теперь начать игру на понижение, намеренно пессимистично оценил перспективы рынка акций железнодорожных компаний. Цель была достигнута – за один день, 13 марта, курсы железнодорожных акций упали на 20%, убытки от этого составили 2 млрд долл. В марте было также значительное падение курсов акций на биржах Лондона и Берлина.

В это время Фриц Хейнце, один из американских «медных королей», контролировавший добывающую медь компанию United Copper Company, возглавил спекулятивную группу, массово скупавшую акции какого-либо одного банка, чтобы получить под их залог кредит, затем скупались акции следующего банка и так далее. Так Ф. Хейнце получил контроль над несколькими банками среднего масштаба в Нью-Йорке. Основным конкурентом Ф. Хейнце на рынке меди стала Amalgamated Copper Company с капитализацией 75 млн долл., созданная Генри Роджерсом в 1898 г. – компаньоном Дж. Рокфеллера по Standard Oil, и наличие такого серьёзного конкурента сыграло свою роль в дальнейшем развитии событий.

В октябре спекулятивная группа Хейнце начала игру на повышение курса акций United Copper Company, поднимая его с 39 до 60 долл. за акцию. Но, поскольку производство меди росло и начало превышать спрос, удержать цены на акции не удалось, и они резко упали, в чём сыграли роль конкуренты – Дж. Рокфеллер и Дж. П. Морган. Начала нарастать паника, а с 14 по 16 октября курс акций United Copper Company упал с 60 до 10 долл. На грани банкротства оказались банки, финансировавшие игру на повышение, и началось массовое изъятие вкладов.

⁹⁷⁵ Not a credit crisis // The New York Times. – 1907. – March 17.

Вторая волна кризиса началась в США после банкротства 22 октября Knickerbocker Trust Company, тесно связанной со спекулятивными операциями Ф. Хейнце с медью. О масштабе деятельности трастовой компании говорит уже то, что она занимала роскошное, облицованное мрамором здание в престижном месте на углу Пятой авеню и 34-й улицы в Нью-Йорке, через дорогу от знаменитого отеля «Уолдорф-Астория».

Накануне краха Knickerbocker Trust Company имела 18 000 клиентов и 65 млн долл. депозитов, но участие в финансировании спекулятивной игры на повышение, затеянной Ф. Хейнце, стало роковым, и обвальное падение курсов акций United Copper Company привело к банкротству ещё недавно столь респектабельной трастовой компании и самоубийству её президента Чарльза Т. Барни⁹⁷⁶.

После этого начался общий банковский кризис, вызванный большим количеством необеспеченных рискованных кредитов (в частности, кредитов на приобретение ценных бумаг) и открытием новых банков, не имевших надёжных финансовых ресурсов. Масштабы кризиса увеличивались за счёт значительно возросшей к началу XX века сложности финансовой системы США – в 1907 году в неё входило 16 000 различных организаций (в 2008 г. – 8400) при отсутствии центрального банка. Многие банки и в Нью-Йорке, и других крупных городах приостановили платежи, а проценты по кредитам выросли в Нью-Йорке до 125–130%, иногда и до 150%, но даже и на таких условиях его было практически невозможно получить. Распространилась практика однодневных кредитов по 3–4%. На Нью-Йоркской бирже 23–24 октября царила паника, и курсы акций быстро падали. В целом с января по октябрь железнодорожные акции обесценились на 34%, промышленные – на 40%. Общая курсовая стоимость промышленных акций снизилась с 3128

⁹⁷⁶ После окончания кризиса Knickerbocker Trust Company была возрождена, возобновив свою работу с 26 марта 1908 г. (The banking crisis. The Knickerbocker Trust Company will resume business // The New York Times. – 1908. – March 08. – <http://query.nytimes.com/search/query?srchst=p.>) и расплатилась со всеми вкладчиками, включая обещанные проценты. В 1912 г. компания была поглощена Columbia Trust Company, после чего возникла Columbia-Knickerbocker Trust Company, в свою очередь поглощённая Irving Trust Corporation в 1923 г.

млн долл. в начале года до 1522 в конце октября – более чем в два раза.

Во время паники 1907 г. в первую очередь пострадали небольшие банки и трастовые компании (банки Heinz Group). События 1907 г. были типичным примером того, как паника распространялась от небольших слабых банков и финансовых компаний к большим и могущественным. Впрочем, наиболее крупные банки Нью-Йорка остались мало затронутыми кризисом и смогли сохранить свою стабильность.

Хотя американский кризис 1907 г. был банковским, как и кризис Бэрингов, он имел существенные отличия. Вовлечённые в кризис 1907 г. банки были новыми и недавно созданными, в отличие от банка Бэрингов, одного из столпов лондонского Сити. Новым было и участие в кризисе трастовых компаний, в частности Knickerbocker Trust. Начавшись с Knickerbocker Trust, дестабилизация распространилась и на другие инвестиционные трастовые компании, в том числе на Trust Company of America (22 октября) и на Lincoln Trust Company (23 октября). Это были достаточно крупные компании и возможность их коллапса создавала угрозу для стабильности всей американской финансовой системы, и 24 ноября на Нью-Йоркской бирже начал ощущаться явный дефицит денег – получить кредит было совершенно невозможно даже под 60%. А через неделю спустя на грани банкротства оказался крупный нью-йоркский брокерский дом Moore & Shley.

Биржевые игроки эпохи кризиса

Во время паники короткими продажами без покрытия привлёк к себе внимание знаменитый биржевой делец Джесси Ливермор, несколько раз зарабатывавший, а потом терявший огромные состояния. Сам Д. Ливермор вспоминал 1907 год так: «В пятнадцать лет я начал торговать на фондовом рынке, он стал центром моей жизни. Я был очень удачлив, вызвав крах 1907 г. почти в назначенный час, и был очень польщён, когда Дж. Морган прислал ко мне специального посланника с просьбой, чтобы я прекратил мои короткие продажи... В мой лучший день того снижения 1907 года я сделал три миллиона долларов за одну торговую сессию»⁹⁷⁷. Сейчас уже трудно сейчас сказать, что было основой биржевых ус-

⁹⁷⁷ Ливермор Д. Торговля акциями / Д. Ливермор. – СПб.: Питер, 2010. – С. 162.

пехов Ливермора – интуиция, вера в биржевые циклы⁹⁷⁸ или просто внимательное отношение к финансовой информации – «самоудовлетворение для меня значит быть правым в борьбе с телеграфной лентой». Потом, со временем, «реальные экономические... события... попадут в фокус истории как действительные причины того, почему рынок совершил это действие. Но к тому времени будет слишком поздно, чтобы сделать хоть какие-то деньги»⁹⁷⁹.

Ещё одной легендарной фигурой времён кризиса 1907 года стала Хетти (Генриетта) Грин, которую называли «ведьмой Уолл-стрит» из-за чёрного платья, в котором она постоянно ходила. В 1907 году, когда многие биржевики обанкротились, Хетти Грин была одним из немногих финансистов со свободными капиталами – ей принадлежали огромные земельные участки по всей Америке и целые кварталы в разных городах⁹⁸⁰. О ней рассказывали немало странного – о её скупости, аскетическом образе жизни и фанатичной преданности биржевой игре. Но как бы там ни было, после своей смерти она оставила детям 100 млн долл. (в нынешних ценах – около 2 млрд долл.)⁹⁸¹.

Спекуляциям с ценными бумагами посвящены многие страницы романа Т. Драйзера «Финансист», впервые опубликованном в 1912 г. Реальным прототипом главного героя – Фрэнка Каупервуда, – был Чарльз Тайсмон Йеркес (Charles Tyson Yerkes), известный филадельфийско-чикагский финансовый магнат, разбогатевший на махинациях с бумагами муниципальных займов Филадельфии⁹⁸². Организаторы займов быстро поняли, что

⁹⁷⁸ «Я верю в циклы: в жизненные циклы и рыночные циклы. Они... похожи на серию океанских волн: приносят высокую волну на хороших новостях, а когда обстоятельства ухудшаются, появляется низкая волна». А «фондовый рынок является предметом изучения циклов. Когда он меняет направление, он остаётся в этом новом тренде... не стойте против тренда – не боритесь с котировками» (Ливермор Д. Торговля акциями / Д. Ливермор. – СПб.: Питер, 2010. – С. 194, 196).

⁹⁷⁹ Ливермор Д. Торговля акциями / Д. Ливермор. – СПб.: Питер, 2010. – С. 155, 173. О важности финансовой информации для таких биржевиков, как Д. Ливермор, говорят такие его слова: «На столе было три чёрных телефона. Один соединён напрямую с Лондоном, второй с Парижем, а третий вёл... в операционный зал... чикагской биржи» (Там же. – С. 158).

⁹⁸⁰ Amendt A. Beg Women for Millions. Hetty Green / A. Amendt // The Washington Times Magazine. – 1907. – December 8. – P. 5. – <http://pdfcast.org/download/hetty-green.pdf>; Ведьма Уолл-стрит. – <http://www.rb.ru/inform/60347.html>; «Ведьма» Уолл-стрит. Эксклюзив. – <http://st.elitetrader.ru/blog/exclusive/29.html>;

⁹⁸¹ Подробнее о ней: Slack Ch. Hetty: The Genius and Madness of America's First Female Tycoon / Ch. Slack. – N. Y.: HarperCollins, 2005. – 288 p.

⁹⁸² «Филадельфия, где родился Фрэнк Алджернон Каупервуд, насчитывала тогда более двухсот пятидесяти тысяч жителей... Финансы штата и города находились в

процесс размещения муниципальных займов чрезвычайно выгоден сам по себе, и их начали выпускать всё больше и больше вне зависимости от реальной потребности в этих бумагах⁹⁸³.

И тогда Каупервуд решает принять участие в таком

весьма плачевном состоянии... поскольку казну обирали все, кому не лень, и любыми способами, то всякие новые начинания в штате требовали выпуска новых облигаций. Эти облигации или “обязательства”, как их называли, гарантировали шесть процентов годовых, но, когда наступал срок уплаты процентов, казначей города или штата ставил на них штамп с датой предъявления, и проценты по “обязательству” начислялись с этого дня не только на номинал, но и на накопившиеся проценты. Иначе говоря, это было постепенное накопление процентов. Людям, нуждающимся в наличных деньгах, от этого толку было мало, ибо под залог таких “обязательств” банки выдавали не более семидесяти процентов их курсовой стоимости, продавались же они не по номиналу, а по курсу 90%. “Конечно, их можно было покупать в расчёте на будущее, но уж очень долго приходилось ждать. Окончательный выкуп этих обязательств опять-таки сопровождался жульническими махинациями. Зная, что те или иные “обязательства” находятся в руках “добрых знакомых”, продавец опубликовывал сообщение, что такие-то номера – именно те, которые были ему известны, – будут оплачены. “Ещё задолго до Гражданской войны и во время её в Филадельфии практиковался обычай при недостаточности наличных средств в казначействе выпускать так называемые городские обязательства” под 6% годовых, срок которых истекал иногда через месяц, иногда через три, иногда через шесть “в зависимости от суммы и от того, когда, по мнению казначея, город сможет выкупить и погасить эти обязательства. Это был обычный способ расплаты и с мелкими торговцами, и с крупными подрядчиками”. Поставщикам товаров для городских учреждений в случае нужды в наличных деньгах приходилось учитывать эти обязательства по курсу 90%, “тогда как вторые имели возможность выждать и попридержать таковые до истечения срока. “Подобная система была, конечно, явно убыточна для мелкого торгового люда, но зато очень выгодна для крупных подрядчиков и банкирских контор, ибо сомнений в том, что город в своё время уплатит по этим обязательствам, быть не могло, а при такой абсолютной их надёжности шесть процентов годовых были отличной ставкой. Скупая обязательства у мелких торговцев по девятистам центов за доллар, банки и маклеры, если только они имели возможность выждать, в конечном итоге загребали крупные куши” (Драйзер Т. Финансист / Т. Драйзер. – http://royallib.ru/book/drayer_teodor/finansist.html).

⁹⁸³ Первоначально городской казначей, вероятно, не намеревался вводить в убыток кого-либо из своих сограждан – возможно, что тогда в казначействе действительно не было наличных средств для выплаты. Однако «впоследствии выпуск этих обязательств уже ничем не оправдывался, ибо городское хозяйство могло бы вестись экономнее». «Но к тому времени эти обязательства, как легко можно себе представить, уже сделались источником больших барышей для владельцев маклерских контор, банкиров и крупных спекулянтов, и посему выпуск их неизменно предусматривался финансовой политикой города». Однако и в этом деле имелась своя оборотная сторона. Чтобы использовать создавшееся положение с наибольшей для себя выгодой, крупный банкир, держатель обязательств, должен был быть ещё и «своим человеком», то есть находиться в добрых отношениях с политическими заправителями города; иначе, когда у него появлялась потребность в наличных деньгах и он приходил со своими обязательствами к городскому казначею, то оказывалось, что расчёт по ним произведён быть не может (Там же).

прибыльном деле, как выпуск муниципальных облигаций. По замыслу финансиста, городской казначей Стинер должен разместить капиталы города в банковской конторе Каупервуда, предоставив ему право получения кредита от города (первая его часть на 200 тыс. долларов) с выплатой облигациями очередного муниципального займа. Каупервуд со своей стороны обязался разместить облигации займа на рынке по максимально возможной цене и в дальнейшем максимально повысить их курс. В результате всех этих манипуляций у Каупервуда оказалось в распоряжении около полумиллиона долларов вместе с контрольным пакетом акций трамвайной линии, но при этом все его активы были многократно заложены и перезаложены. При стабильном положении дел на бирже ничего страшного в этом не было – так поступали многие игроки. Но при малейших признаках колебания биржевого настроения вся схема, выстроенная филаделфийским финансистом, начинает рушиться. Его мог бы спасти новый кредит из городской кассы, хотя бы тысяч 300 в дополнении к уже взятым 500 тысячам, но казначей уже не может ему помочь – другие городские магнаты, узнав об операциях Каупервуда и о полученных им прибылях (которыми он не захотел делиться с «нужными людьми»), решают довести до банкротства Каупервуда, чтобы завладеть принадлежавшими ему ценными бумагами. В этот момент Каупервуд, до того не совершавший никаких формально противозаконных действий, допускает роковую ошибку. Хотя у него ещё была возможность избежать банкротства, он скупает на бирже муниципальные облигации на 60 тыс. долларов и получает под их залог кредит в городской казне, но сами залоговые облигации он не депонирует в казне, чтобы ещё раз перезаложить их в частном банке и получить второй кредит. Точка невозврата перейдена – совершено финансовое преступление, и знаменитый финансист оказывается в тюрьме вместе со своим соучастником, казначеем города⁹⁸⁴.

⁹⁸⁴ «Окончательный крах всех финансовых дел Каупервуда наступил в марте, когда его официально объявили банкротом и всё его имущество было конфисковано в пользу кредиторов» (Драйзер Т. Финансист / Т. Драйзер. – http://royallib.ru/book/drayzer_tedor/finansist.html).

Тем временем банковский 1907 г. кризис быстро распространился из Нью-Йорка по всей стране, начались проблемы с выдачей банками наличных денег и стала распространяться практика оплаты банками своих обязательств вместо денег различными сертификатами. Всего же за 1907–1908 гг. банкротами стали 312 кредитных учреждений.

Всеобщей дестабилизации банковской системы удалось избежать благодаря вливанию крупных капиталов. Его оперативно организовали Секретарь государственного казначейства Джордж Кортеллоу (George Cortelyou) и нью-йоркское банковское сообщество во главе с могущественным Джоном Пирпонтсом Морганом при участии Джона Стиллмэна, руководившего National City Bank и Джорджа Бейкера, главы First National Bank.

Казначейство предоставило 25 млн долларов для стабилизации финансовой системы, а частные банкиры во главе с Морганом создали пул размером также 25 млн долларов, главным образом с целью предотвратить банкротство Trust Company of America и Lincoln Trust Company. Другие крупные трастовые компании собрали ещё один пул размером 10 млн долларов, необходимый, чтобы избежать закрытия Нью-Йоркской биржи⁹⁸⁵.

По слухам, полного обвала биржи удалось избежать благодаря личному участию Дж. Моргана, вложившего 25 млн долл. в поддержку нью-йоркских банков. Можно по-разному оценивать мотивы Дж. Моргана, но известно, что 24 октября он вместе с Дж. Рокфеллером действительно создал консорциум, представивший сначала 25, а затем ещё 10 млн долларов для погашения срочных кредитов. Через несколько дней ситуация на Нью-Йоркской бирже стабилизировалась. По слухам, Дж. Морган лично обращался с

⁹⁸⁵ Среди прочих мер экстренной помощи был выпуск на 30 млн долларов муниципального займа Нью-Йорка и размещение его среди банков, а также поглощение компании Tennessee Coal, Iron and Railroad Company корпорацией US Steel Corporation, принадлежавшей Моргану. Целью этого поглощения был обмен нестабильных акций Tennessee Coal, Iron and Railroad Company на надёжные облигации US Steel Corporation и за счёт этого предотвращение банкротства брокерского дома Moore & Shley, взявшего кредит на 30 млн долларов в нью-йоркских банках под залог акций Tennessee Coal. Если бы банки потребовали вернуть кредиты, что было весьма вероятно при сложившихся обстоятельствах, брокерскому дому пришлось бы срочно избавляться от огромного пакета этих акций и выбросить его на продажу по сниженной цене, что вызвало бы всеобщий обвал на рынка акций.

просьбой к наиболее крупным «медведям» на время воздержаться от продаж с целью игры на понижение, так как биржевой кризис зашёл уже слишком далеко. Но в то же время говорили, что Морган помогал только «своим» банкам⁹⁸⁶.

События 1907 года нашли отражение в романе Э. Синклера. Один из главных героев книги – Дж. П. Морган, описанный под вымышленным именем Дэна Уотермана. Синклер, демонстрируя хорошую осведомлённость в делах Моргана и в скрытых механизмах событий 1907 года (когда Моргана провозгласили главным спасителем страны от банковского кризиса) словами одного из героев уверенно утверждает, что кризис и вся возникшая вокруг него паника были целенаправленно организованы Морганом, чтобы потом успешно разрешить им же созданную проблему и усилить своё влияние⁹⁸⁷.

«Всё было разыграно как по нотам. Фондовая биржа была совершенно потрясена; некоторые из наиболее надёжных акций падали на несколько пунктов между двумя сделками, а Уайман, Хиган и заправили Нефтяного и Стального трестов работали вовсю, чтобы добиться полного краха на бирже». После того как за помощью «обратились к Дану Уотерману, всеми признанному главе банкирского мира», ввиду грозящей всем опасности, «соперничество различных компаний прекратилось, и Уотерман внезапно превратился в самодержца с неограниченной властью над

⁹⁸⁶ Corey L. The House of Morgan. Social Biography of the Masters of Money. – N.Y.: AMS Press, 1930. (Reprint. – 1969.) – P. 339–345.

⁹⁸⁷ Действительно, за финансовую помощь Моргана президент Теодор Рузвельт разрешил ему поглотить компанию Tennessee Coal, Iron and Railroad Corporation (TCI), объясняя это решение желанием спасти фирму, оказавшуюся на грани краха. Но Морган давно уже проявлял интерес к поглощению этой компании, так как хотел получить контроль над всеми основными сталелитейными и железнодорожными компаниями (компания TCI была одним из основных конкурентов Моргана). Без прямого разрешения президента такое поглощение было невозможным, так как противоречило антитрестовскому законодательству. После получения разрешения президента и поглощения TCI Морган стал контролировать около 70% всех железных дорог и металлургических компаний. Интерес Моргана был очевиден и сразу же вызвал подозрения в том, что он сам и создал панику, чтобы добиться необходимого решения. В конгрессе прошло два слушания по этому вопросу, показавшие, что предположение о замысле Моргана было отнюдь не беспочвенным. Крах Knickerbocker Trust произошёл внезапно, на пике процветания компании, когда ничто не предвещало такого развития событий. Сразу же после этого появился пресс-релиз от Моргана, после чего начались панические набеги вкладчиков на банки, в том числе крупные. После начала общей паники Морган единолично принимал решения о том, кому выдавать помощь, за счёт чего подчинил себе несколько независимых до того банков и страховых компаний.

всеми банками в городе. Правительство оказалось в его руках»⁹⁸⁸.

Поддержку проблемным банкам оказывало и казначейство США, продолжившее размещение в виде временных вкладов значительных сумм, достигших к ноябрю 1907 года 227 млн долл. После того как предназначенные для этого резервы исчерпались, казначейством были выставлены на продажу облигации Панамского канала на сумму 50 млн долл. и краткосрочные облигации казначейства на 100 млн долл., хотя вместо ожидаемых 150 млн долл. этих ликвидных ценных бумаг удалось реализовать во время кризиса только на 40 млн долларов. В ноябре 1907 года в прессе начали появляться сообщения о том, что финансовый кризис в США уже миновал, и банковская система готова продолжать свою нормальную работу⁹⁸⁹, стали публиковаться и первые попытки проанализировать причины и закономерности развития кризиса (не очень, впрочем, удачные, с точки зрения современного уровня знаний)⁹⁹⁰. По словам современника, гарвардского экономиста Оливера Спрэгью, кризис был вызван не столько экономическими, сколько «институциональными», как он их называет, причинами. Паники можно было бы избежать или, по крайней мере, «значительно её ограничить», так как «в экономическом положении страны» не было ничего, что подталкивало бы американскую экономику к кризису⁹⁹¹.

Паника 1907 г. была вызвана сочетанием нескольких обстоятельств. Условия получения кредитов накануне кризиса усложнились, отчасти из-за землетрясения в Сан-Франциско в апреле 1906 г., отчасти из-за политики Банка Англии, повысившего учётную

⁹⁸⁸ «В то же время уполномоченные Уотермана в Вашингтоне беседовали с президентом и представили ему отчаянное положение Миссисипской стальной компании. Финансовое состояние страны было шаткое, ожидалось крупное банкротства. Учитывая сложившуюся критическую ситуацию, Стальной трест соглашался сделать всё от него зависящее для спасения экономики страны. Он решил присоединить к себе Миссисипскую стальную компанию, если только правительство не станет этому препятствовать. Такие заверения были получены, и, таким образом, Уотерман достиг своей цели» (Синклер Э. Дельцы / Э. Синклер. – royallib.ru/book/sinkler_pton/deltsi.html).

⁹⁸⁹ Money Crisis due to Hoarding-Hill // The New York Times. – 1857. – November 11. Banks to release millions to-day. Money crisis over // The New York Times. – 1907. – November 25. Money Crisis due to Hoarding-Hill // The New York Times. – 1857. – November 11.

⁹⁹⁰ Beaulieu L. A Analysis of Phases of the American Crisis / Beaulieu L. // The New York Times. – 1908. – January 5.

⁹⁹¹ Sprague O. The American Crisis of 1907 / O. Sprague // Economic Journal. – 1908. – Vol. 18. – № 71. – P. 354–355.

ставку и создавшего ограничения на учёт американских векселей (всё это делалось главным образом для того, чтобы контролировать отток золота из Великобритании в США). Кризису предшествовало десятилетие бурного экономического роста и накопления капитала, сопровождавшееся появлением различных финансовых инноваций, основной из которых были инвестиционные трастовые компании. Трастовые компании стали наиболее инновационным финансовым институтом тех лет, но в то же время и наиболее нестабильным из-за операций с рискованными и ненадёжными бумагами, особенно акциями⁹⁹²

Результатом кризиса 1907 г. стала рецессия, глубочайшая из всех, переживавшихся до того в США. Промышленное производство снизилось на 40%, товарные цены на 21%, а индекс Доу-Джонса – более чем на 35%. Количество банкротств увеличилось на 47% по сравнению с предыдущими годами, а безработица выросла с 2,8 до 8%.

Кризис в США сопровождался финансовыми кризисами в Амстердаме, Копенгагене, Генуе и Гамбурге, а также в Чили и в Мексике, зависевших от поступающих из США инвестиций. Положение на мировых финансовых рынках осложнялось ещё и тем, что кризис произошёл осенью, когда был наибольший спрос на кредиты со стороны экспортёров зерна; обычно этот спрос удовлетворялся за счёт продаж больших количеств золота в Лондоне.

Чтобы контролировать отток золота, Банк Англии в начале ноября 1907 г. поднял учётную ставку до 6%, а затем и до 7% (наиболее высокий уровень после 1873 г.) и удерживал её на таком уровне до января 1908 г. В лондонском Сити распространились панические слухи, что ставка будет повышена до 8 или даже 9%, что парализовала деловую активность до тех пор, пока критическая ситуация в США не разрешилась. Ожидания дальнейшего роста учётной ставки дестабилизировало английские банки, но состояние рынка в США постепенно стабилизировалось⁹⁹³. Однако общие последствия этого кризиса были настолько значительные, что ВВП в

⁹⁹² Во время кризиса 1907 г. объёмы операций трастовых и прочих кредитно-финансовых компаний сократились на 37%, в то время как в государственных банках – всего лишь на 11% (Moen J. The Bank Panic of 1907: The Role of Trust Companies / J. Moen, E. Talmann // *Journal of Economic History*. – 1992. – Vol. 52. – № 3. – P. 616–620).

⁹⁹³ Sayers R. S. The Bank of England 1891–1944 / R. S. Sayers. – Cambridge: Cambridge University Press, 1976 – P. 58–60.

США снизился на 8%. После окончания кризиса на американском финансовом рынке наступила длительная рецессия.

Этот острый финансовый кризис, охвативший Нью-Йорк, новый и быстро растущий финансовый центр, был первым действительно глубоким и масштабным в отличие от других кризисов XIX века в США. О серьёзности кризиса говорит тот факт, что именно он подтолкнул американские власти к созданию Федеральной резервной системы (ФРС)⁹⁹⁴.

В 1907–1908 гг. крупные участники рынка ценных бумаг использовали падение курсов после кризиса 1907 г., чтобы по сниженным ценам приобрести большое количество ценных бумаг с целью получить контроль над предприятиями конкурентов и в дальнейшем прибыль после повышения курсов. В 1909 г. они начали игру на повышение, курсы выросли и владельцы крупных пакетов акций начали их продавать по выгодным для себя ценам. Игра на повышение была необходима им и для того, чтобы по повышенным ценам размещать новые эмиссии, объём которых вырос с 324 млн долларов в 1908 г. до 611 млн долларов в 1909 г.⁹⁹⁵

А в 1910–1911 гг. в США отмечался новый кризис, хотя он по своим масштабам был несопоставим с событиями 1907 г. В середине 1910 г. учётная ставка повысилась с 3,4% до 5,4%. Средний курс промышленных акций снизился с 98 долларов за акцию в декабре 1909 г. до 77 долларов в октябре 1911 г.

Так США вследствие быстрого развития финансовой системы достигли той стадии, когда из реципиента инвестиций вошли в

⁹⁹⁴ В декабре 1913 г. новый президент Вудро Вильсон подписал закон о Federal Reserve System, утверждённый Конгрессом. В задачи ФРС входило регулирование процентных ставок, изменение при необходимости норм обязательных резервов банков и операции на финансовых рынках с государственными ценными бумагами (в частности, при необходимости предусматривалось приобретение у банков на выгодных условиях государственных ценных бумаг).

⁹⁹⁵ Частью игры на повышение были и чрезмерно высокие дивиденды, не соответствовавшие реальной доходности компаний. Квартальные дивиденды Стального треста длительное время были на уровне 0,5%. В июле 1909 г. они были искусственно повышены до 0,75%, в октябре до 1%. В результате этого курс акций Стального треста удалось поднять с 41 долларов в марте 1909 г. до 94 долларов. «Более чем где-либо положение на бирже Нью-Йорка объясняется личным влиянием немногих плутократов, жаждущих господства... На протяжении более года курсы основных ценных бумаг США непрерывно повышались и мощные финансовые воротилы выбрасывали на рынок всё более значительные количества ценных бумаг, которые они приобрели в период последней депрессии» (Revue economique internationale. – 1910. – Vol. I. – № 2. – P. 410–411).

группу стран – экспортёров капитала, всё больше конкурируя с Англией в борьбе за роль мирового финансового центра.

Париж: Belle Époque

Финансовый Париж

Париж переживал свой расцвет как динамичный финансовый центр мирового масштаба, в процессах экспорта капитала во многом не уступавший Лондону. Сложившийся в XIX веке образ космополита – «гражданина мира» – был насквозь пропитан культурой Парижа. Этот город искусств, кафешантанов и безумной роскоши был насыщен деньгами не меньше, чем Лондон, и в поисках капиталов сюда устремлялись предприниматели со всего мира.

В центре финансового Парижа было три крупных банка, в которых находилось более половины всех депозитов: основанный в середине XIX века Comptoir d'Escompte и начавшие работу в 1860-е годы Credit Lyonnais и Societe Generale. К концу XIX в. Credit Lyonnais стал крупнейшим французским банком, и в 1913 г. вошёл в число пяти наибольших банков мира. Ещё одним крупным французским международным коммерческим банком, ставшим символом французских иностранных инвестиций, стал Banque de Paris et des Pays-Bas (Paribas)⁹⁹⁶. Французские банки быстро расширяли сеть своих филиалов в других странах – так, в 1863 г. был основан Imperial Ottoman Bank в Константинополе и Banque de l'IndoChine в Индокитае. Многие из парижских банков с большим объёмом инвестиционных операций были основаны с участием иностранного капитала, и за счёт семейных и личных связей участвовали в обширной международной сети финансистов, связывавших Париж с Лондоном и Нью-Йорком.

Слой французской финансовой элиты⁹⁹⁷ был гораздо более замкнутым, чем в Великобритании. Среди высшего слоя частных

⁹⁹⁶ Объём активов этого банка, специализировавшегося на операциях с государственными облигациями, прежде всего российскими, вырос с 277 млн франков в 1902 г. до 716 млн в 1912 г., а его иностранные инвестиции за 1900–1913 гг. увеличились с 52 млн франков до 156 млн (Cassis Y. *Capitals of Capital. A History of International Financial Centres, 1780–2005* / Y. Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 2006. – P. 104).

⁹⁹⁷ Среди которой были такие известные фигуры, как Анри Давилье (Henry Davillier, 1813–1882), Алфонс Мале (Alphonse Mallet, 1819–1906), Альфонс Ротшильд

банкирских домов (*haute banque*) конца XIX – начала XX в. можно отметить восемь крупнейших участников – банкирские дома Rothschild Freres, Hottinguer, Mallet, Vernes, Mirabaud, de Neufville, Heine, Demachy Seilliere. Среди них лидировал парижский банкирский дом Ротшильдов (Rothschild Freres), возглавляемый Альфонсом де Ротшильдом с капиталом 50 млн франков (капитал старейшего банка Mallet Freres составлял лишь 7,1 млн франков). Объём международных операций банка Ротшильдов, связанных с экспортом капитала за 1874–1904 гг., составлял 500–600 млн франков⁹⁹⁸.

Парижская биржа и кризисы

Парижская биржа в конце XIX – начале XX в. была одной из крупнейших мировых бирж. Динамизм развития биржи определялся сложными взаимоотношениями между официальным организованным рынком (*parquet*), на котором имело право совершать операции с ценными бумагами лишь ограниченное количество брокеров, и неорганизованным (*coulisse*), доступным для всех. На организованном рынке проводились операции с гарантированными и надёжными ценными бумагами (преимущественно государственными). В 1870-е годы значение неорганизованного рынка начало возрастать. Конфликт между двумя рынками был урегулирован к 1892 г., когда было принято решение, что наиболее прибыльные и массовые российские государственные облигации будут обращаться на организованном рынке, а турецкие, египетские, испанские, португальские и венгерские акции будут обращаться на неорганизованном рынке. Окончательно этот вопрос был решён в 1898 г., когда операции на неорганизованном рынке были ограничены теми ценными бумагами, которые не обращались на организованном рынке. В начале XX века оба рынка значительно больше сотрудничали, передавая друг другу заказы⁹⁹⁹.

Во Франции в целом и на Парижской бирже в частности кризисы 1890, 1900, 1907 гг. были не столь разрушительны, как в дру-

(Alphonse de Rothschild (1827–1905), Родольф Хоттингер (Rodolphe Hottinguer, 1835–1920).

⁹⁹⁸ Ferguson N. The World's Banker. A History of the House of Rothschild / N. Ferguson. – London: Weidenfeld & Nicolson, 1998. – P. 1039.

⁹⁹⁹ Подробнее см.: Straus A. Auf, Ab, Auf: Der Finanzplatz Paris im 20. Jahrhundert / A. Straus // Europas Finanzzentren. Geschichte und Bedeutung im 20. Jahrhundert [Ed. Christoph Maria Merki]. – Frankfurt / New York: Campus Verlag, 2005. – S. 83–96.

гих странах. Даже кризис 1873 года затронул Францию не в такой степени, как Германию или Австрию, и на французском рынке ценных бумаг обстановка быстро нормализовалась.

В начале 1875 г. Парижская биржа снова стала «барометром политического и финансового положения всей Европы», – отмечал петербургский журнал «Финансовое обозрение»¹⁰⁰⁰. «Новый 1875 год Парижская биржа встретила с самыми приятными воспоминаниями об истёкшем годе и с блистательными надеждами на будущее»¹⁰⁰¹. Оживление на бирже было особенно заметным в 1875 г., когда сильнейший ажиотаж вызвала подписка на муниципальный заём города Парижа¹⁰⁰². Вероятно, причину такого ажиотажа «следует искать в самой системе публичных подписок без содействия инициативы банковских синдикатов»¹⁰⁰³.

¹⁰⁰⁰ «Остаётся... желать одно – чтобы опыт прошлого [кризиса] не остался забытым и биржевая игра не охватила европейские биржи и не достигла тех чудовищных размеров», как было в 1873 г., а особенно в 1850-е, «в эпоху процветания *Credit Mobilier*», хотя «едва ли надежды наши окажутся сбыточными. Слова “благоразумие, осторожность”, интересы народа, государства и всего человечества остаются понятиями настолько чуждыми» для биржевой спекуляции, основанной на азарте, «что ожидать новых взглядов, новых настроений от рутинёров биржевой игры» нет никаких оснований» (Финансы, торговля, промышленность // Финансовое обозрение. – 1875. – № 9. – С. 170).

¹⁰⁰¹ В то время, когда мы относились с полным скептицизмом к нашему возвышению фондов, французы праздновали возвышение курса из 5% ренты выше пари (100 франков 42 сантима после выпускной цены 98%). Последовательное повышение курса французской ренты выше номинала «опирается на баланс французского банка». Свою роль сыграло и повышение курса испанских облигаций (во Франции было много их держателей) после того, как вакантный трон Испании занял новый король Альфонс XII. «Настоящее благоприятное настроение французского денежного рынка» является следствием быстрого повышения «уровня народного богатства Франции» после франко-прусской войны 1870–1871 гг. и подтверждением этого «благоприятного настроения» является рост спроса на французские государственные облигации (Обзор иностранных денежных рынков. Франция // Финансовое обозрение. – 1875. – № 2. – С. 26).

¹⁰⁰² «Подписка, превосходя в 42,5 раза подписную сумму в 9337 млн франков», была почти в два раза больше размера контрибуции, выплаченной Германии после франко-прусской войны (5 млрд франков), «причём в обеспечение подписки внесено 848 млн франков». Такой «чудовищный успех» подписки объяснялся «быстрым возрождением финансовых сил Франции» после кризиса и «упрочнения доверия иностранных рынков к этим силам». Впрочем, если в 1850-е годы такой успех ещё мог вызвать удивление, то в 1870-е «энтузиазм банков, банкиров, крупных и мелких капиталистов, как французских, так и иностранных, представляется настолько естественным, что, благодаря популярности биржевых спекуляций ещё до [начала] подписки составлялись пари на покрытие подписки от 20 до 5 раз» (Финансы, торговля, промышленность // Финансовое обозрение. – 1875. – № 9. – С. 170).

¹⁰⁰³ Создавая конкуренцию и повышая цену новых размещаемых бумаг, правительство, «если и несло потери, то выигрывало на курсе, на гарантии верной оплаты

«Толчок, данный Парижской биржей» всем остальным биржам, в том числе и Брюссельской, оказался «очень чувствительным», и «европейский денежный рынок» какое-то время был в «благоприятном положении», и свободные капиталы на нём могли быть найдены «в изобилии». Но не успела обстановка на европейских биржах стабилизироваться, как разразившийся в 1875 г. в Бразилии кризис «поверг весь торгово-промышленный класс в особенный ужас»¹⁰⁰⁴ от ожидания новой волны общего международного кризиса. Несмотря на общее оживление на бирже и успех новых подписок на облигационные займы в Париже в начале 1875 года, «дивиденды на 1874 год не выплачены большинством банков, или выплачены из запасных капиталов и в весьма уменьшенных размерах против предыдущих лет процветания банковской учредительской спекуляции»¹⁰⁰⁵.

Подъём начала 1880-х годов был гораздо более заметным, чем в начале 1870-х – главным образом за счёт прироста железнодорожной сети, составившего с 1878 по 1885 г. 8,0 тыс. км (в Германии в эти годы – 5,8; в России – 3,6; в Англии – 2,9). С 1878 по

всех взносов, но, главное, избегало тех финансовых и экономических потрясений, которые неизбежны от остановки оборотов капиталов, предназначенных для ожидаемой подписки». Если же правительство, минуя банкирские синдикаты, обращается «непосредственно к публике», т. е. к массе мелких инвесторов, то оно «только с явным риском может назначить более высокую подписную цену». И хотя в этом случае можно было установить низкий размер первого взноса, делая это для «привлечения публики», в этом случае «правительство остаётся без всяких гарантий» в том, что в случае изменения состояния финансового рынка заём не окажется подписанным только лишь номинально. Обращаясь на собственный страх и риск непосредственно к массе мелких инвесторов, правительство пыталось обойти монополию крупных банков и банкирских синдикатов. Но цель эта так и не была достигнутой, поскольку крупными подписчиками оставались те же банки и банкиры, которые лишь формально отстранялись от роли посредников «только затем, чтобы открыть им спекуляцию на премию» и воспрепятствовать движению капиталов «в портфель... не спекулянтов» (Финансы, торговля, промышленность // Финансовое обозрение. – 1875. – № 9. – С. 170).

¹⁰⁰⁴ Берлин, 1 июня 1875 г. Корреспонденция «Финансового обозрения» // Финансовое обозрение. – 1875. – № 22. – С. 487.

¹⁰⁰⁵ Финансы, торговля, промышленность // Финансовое обозрение. – 1875. – № 24. – С. 517. Поэтому «несколько не удивляют постановления общих собраний французских акционерных банков об увеличении основных капиталов» – мера, характерная для нестабильного послекризисного состояния финансового рынка. То же самое отмечается в Германии, Австрии и Бельгии. Затем банки, запасшись свободными средствами, окажут поддержку второстепенным предприятиям... и новая учредительская деятельность закипит в более широких размерах до новой паузы, нового кризиса... Инициатива этого увеличения идёт от первостепенных банков (как, например, Credit Mobilier) (Финансы, торговля, промышленность // Финансовое обозрение. – 1875. – № 11. – С. 217).

1885 г. в железнодорожные проекты было вложено в общей сложности 3,5 млрд франков (более всего – в 1884 г., 0,8 млрд). Возобновилось массовое жилищное строительство, в особенности в Париже¹⁰⁰⁶. Количество наименований акций, введённых в котировки Парижской биржи, выросло со 175 в 1875 г. до 246 в 1880 г.

Хотя многим казалось в те годы, что общемировой подъём 1880-х годов проявился более всего во Франции, в действительности Франция лидировала разве что по масштабам биржевых спекуляций, заметно уступая по темпам экономического роста США и Германии. Основной учредительский бум начала 1880-х годов происходил в Париже, хотя он и не был похож на «грюндерский бум» начала 1870-х годов в Германии, так как особого избытка свободных капиталов во Франции не было – средний годовой объём сбережений составлял около 3 млрд франков¹⁰⁰⁷. Эмиссия облигаций государственных займов после бума в начале 1870-х годов резко сократилась, замедлился экспорт капитала. «Капиталы больше не эмигрируют; государственные займы во Франции почти больше не выпускаются. Капиталы накапливаются больше, чем когда бы то ни было, и не находят себе выгодного применения»¹⁰⁰⁸, хотя, как уже отмечалось, на самом деле накопление капиталов было далеко не таким масштабным, как в начале 1870-х годов в той же Германии или Австрии.

Впрочем, этих капиталов было вполне достаточно, чтобы вызвать в Париже биржевой ажиотаж и волну учредительства, сразу же приобретшего спекулятивную направленность. После деятельности *Credit Mobilier* уже прошло значительное время, ажиотаж начала 1870-х годов во Франции не был бурным, и новое поколение инвесторов было готово к очередной спекулятивной волне, устремившись на биржу. С 1857 по 1876 г. количество учреждаемых акционерных компаний составляло во Франции 300 в год, в 1880 г. оно достигло 965, в 1881 г. – 1169, в 1882 г. – 952 общества.

В 1880–1881 гг. на Парижской бирже были введены в котировки ценные бумаги на невероятную по тем временам сумму – в 10,4 млрд. фр. Масштабные эмиссии и биржевая игра на повышение для многих стали источником быстро приобретённого богатст-

¹⁰⁰⁶ В 1881–1882 гг. в эти проекты было инвестировано 1150 млн франков, а в среднем с 1879 по 1884 г. – по 800 млн франков в год (*L'Economiste Francais*. – 1884. – 2. II. – P. 126; *Economist*. – 1885. – 5. XII. – P. 1478).

¹⁰⁰⁷ *L'Economiste Francais*. – 1879. – 23. VIII. – P. 217.

¹⁰⁰⁸ *L'Economiste Francais*. – 1879. – 22. III. – P. 347.

ва. «Происходит большое перераспределение состояний; в Париже и Лионе насчитываются сотни новых миллионеров»¹⁰⁰⁹.

Во Франции учредительский ажиотаж закончился биржевым кризисом в начале 1882 г., омрачившим энтузиазм подъёма. «Ещё очень ярко у всех сохранилось в памяти воспоминание о знаменитом крахе, постигшем Парижскую биржу в 1882 г. Последствия его дали себя чувствовать не только в одном Париже, но и во всей Франции»¹⁰¹⁰. Приближение этого кризиса ускорила общая напряжённость на финансовых рынках основных стран, вызванная очередной волной перепроизводства. Однако особенности протекания кризиса во Франции определялись крупномасштабными спекулятивными операциями.

В центре биржевого ажиотажа оказался до того не очень известный банк Union Generale, продолживший дело Credit Mobilier, начавшего масштабные спекулятивные операции при поддержке Луи-Наполеона. Президентом банка был Поль Эжен Бонту (1824–1904), французский инженер и предприниматель, одно время близкий к банкирскому дому Ротшильдов и участвовавший в железнодорожном буме начала 1870-х годов. Union Generale прикрывался авторитетом Папы Римского, якобы благословившего банк на аккумуляцию капиталов католической церкви. Кроме этой фишки, остальные методы банка были обычными – учреждение множества самых различных акционерных компаний с единственной целью – выпуск и продажа акций. Часть прибыли от этого использовалась для выплаты огромных дивидендов по акциям банков. Их курс быстро рос и к концу 1881 г. достиг 3000 франков при номинале 500 франков (из которых фактически оплачено было лишь 125 франков, так как акции продавались в кредит). За пределами Франции банк инвестировал 236 млн гульденов в учреждение акционерных компаний в Австро-Венгрии и Сербии; акции этих компаний банк размещал на французском рынке ценных бумаг. Биржевой ажиотаж в Париже подогревался, как обычно, кредитной экспансией. В 1876–1881 гг. Banque de France увеличил объём кредитов, выданных под залог ценных бумаг, более чем в 4 раза, под залог векселей

¹⁰⁰⁹ L'Economiste Francais. – 1882. – 14. I. – P. 46.

¹⁰¹⁰ По словам Э. Дюркгейма, написанным в 1897 г., «с 1874 до 1876 г. увеличение среднего годового числа самоубийств не превышало 2%; в 1882 г. оно достигает 7%... увеличение это... особенно ярко выразилось в течение трёх первых месяцев, т. е. как раз в момент этого краха» (Дюркгейм Э. Самоубийство: Социологический этюд / Э. Дюркгейм. – М.: Мысль, 1994. – http://www.gumer.info/bibliotek_Buks/Sociolog/Durkgeim/index.php).

– почти в 3 раза. «Не может быть сомнений, что Banque de France своим ненормальным и чрезмерным расширением вексельного портфеля и банкнотной эмиссии настолько облегчал спекулятивные операции, что способствовал ажиотажу и обману публики»¹⁰¹¹.

К концу 1881 г. акции Union Generale достигли максимально высокого (хотя и ничем не обоснованного уровня). Максимальными были курсы и других многочисленных компаний. «Спекулятивная лихорадка необычайной силы, взвинтившая курсы почти всех ценных бумаг, свирепствовавшая в течение всего года во Франции, распространилась в более мягкой степени на Германию и Австрию»¹⁰¹².

Паника внезапно началась на бирже в Лионе, где после неудачной крупной спекулятивной операции в Вене обесценились акции Banque de Lyon et de la Loire, дочерней компании банка Union Generale. За один день акции Banque de Lyon et de la Loire упали на 40–50%, за ними пошли вниз цены и на другие бумаги. Вскоре паника охватила и Париж. Акции Union Generale, в начале года котирувавшиеся по цене более 3 тыс. франков, 26 января стоили всего 875 франков, таким же было падение цен и на другие акции. После начала массового изъятия вкладов Union Generale и несколько других банков обанкротились.

Бонту был обвинён в мошенничестве и против него и других членов правления Union Generale было начато расследование. Бонту приговорили к пяти годам тюрьмы и штрафу 3000 франков, но ему удалось скрыться и выехать за пределы Франции. «Наиболее ярким фактом в кризисе 1882 г. было банкротство банка Union Generale; с января 1882 г. в общей сложности обанкротилось не менее 28 игравших крупную роль финансовых обществ»¹⁰¹³. Особенностью всех этих банков было то, что они производили свои операции главным образом в провинции, а не в Париже. Все они занимались учредительством промышленных акционерных обществ, «большинство которых также обанкротилось»¹⁰¹⁴. Биржевой

¹⁰¹¹ Wirth M. Geschichte der Handelskrisen / M. Wirth. – Berlin: Ayer Publishing, 1890. – S. 627.

¹⁰¹² Commercial History and Review of 1881 // Economist Supplement, 1882. – P. 1.

¹⁰¹³ Наиболее известными из них, имевшими отделения в провинции, были: La Banque de Lyon et de la Loire, Le Credit de France, le Credit de Paris, la Banque Nationale, la Societe nouvelle de banque et de credit, le Credit provincial, Banque de Bretagne, la Banque du commerce et de Pindustrie, le Comptoir financier et industriel, la Banque Bouvier freres, la Banque industrielle du Nord, la Banque du Nord, la Societe française financiere (L'Economiste Francais. – 1884. – 20. IX. – P. 345–346).

¹⁰¹⁴ L'Economiste Francais. – 1881. – 3. XI. – P. 287; 1882. – 22. IV. – P. 485.

кризис был лишь первой стадией общего кризиса и вскоре начались банкротства промышленных компаний. Если вначале французская пресса утверждала, что происходящее – это «не экономический кризис, а лишь денежные затруднения», то вскоре пришлось признать, что затруднения переживает и промышленность, хотя они пока считались временными «последствиями финансового кризиса».

К концу 1882 г. года стало очевидным, что во Франции наступил общий кризис. И хотя сама по себе биржевая паника была недолгой, после этих событий начался многолетний период падения курсов акций, банкротств, сокращения кредита и снижения темпов учредительства. Количество новых акционерных обществ уменьшилось со 1169 в 1881 г. до 365 в 1889 г., а индекс курсов акций на Парижской бирже снизился за 1881–1887 гг. на 30%¹⁰¹⁵.

После биржевого краха 1882 г. началось сокращение железнодорожного строительства и промышленного производства в целом. В 1883 г. кризис охватил все отрасли французской промышленности, и хотя в 1884 г. железнодорожное строительство ненадолго оживилось за счёт государственных субсидий, это могло приостановить дальнейшее развитие кризиса. Кризисом была охвачена, как в Англии, в основном тяжёлая промышленность. И хотя Ж. Лескюр утверждал, что «кризис был не очень интенсивным», скорее всего он приукрашивал реальное положение дел¹⁰¹⁶. В следующем 1885 г. улучшения не было. И если 1884 год был достаточно плохим, то в 1885 г. состояние французской экономики ещё больше ухудшилось. Первые месяцы 1886 г. также считались «периодом беспрецедентного кризиса»¹⁰¹⁷.

Кризис во Франции усугублялся не только тем, что после биржевого краха была нарушена кредитная система, но и снижением конкурентоспособности продукции технологически отсталой французской промышленности. «Под давлением необходимости французские промышленники решились действовать; убедившись, наконец, в отсталости своего оборудования, они приступили к его

¹⁰¹⁵ Количество банкротств нарастало до конца 1880-х годов и достигло за 1882–1889 гг. 63,7 тыс. (в 1872–1879 гг. – 44,6 тыс.). Вексельный портфель Banque de France, увеличившийся в 1881 г. до 1,4 млрд франков, в 1887 г. уменьшился до 0,6 млрд франков (L'Economiste Francais. – 1882. – 16. XII. – P. 761, 778; 1883. – 10. XI. – P. 577).

¹⁰¹⁶ Лескюр Ж. Общие и периодические промышленные кризисы / Ж. Лескюр. – СПб.: Тип. т-ва «Общественная польза», 1908. – С. 155.

¹⁰¹⁷ L'Economiste Francais. – 1885. – 4. IV. – P. 435.

обновлению»¹⁰¹⁸, хотя в условиях кризиса было практически невозможно добиться модернизации промышленности.

Однако уже в 1885 г. появились признаки начала нового подъёма, и количество акций, введённых в котировки Парижской биржи, достигло 298 наименований. Реальное улучшение началось лишь во второй половине 1886 г. Однако подъём, как всегда, сопровождался ростом напряжённости на французском финансовом рынке. Она стала увеличиваться с начала 1889 г., когда обанкротилось общество по постройке Панамского канала, вскрылись факты хищений сотен миллионов франков, а десятки тысяч акционеров разорились. Весной этого же года произошло банкротство ещё одного крупного промышленного акционерного общества *Societe des Metaux*, прославившегося спекулятивными операциями с медью, необходимой для новых электротехнических предприятий. Общество скупало её мировые запасы с целью поднять цену на медь – цену действительно удалось повысить в два раза, но поскольку добыча меди быстро росла, цену удержать не удалось. После краха общества прекратил операции и финансировавший его банк *Comptoir National d'Escompte*. «Владельцы вкладов бросились в банк, чтобы изъять свои деньги... подлинная паника овладела держателями всех ценных бумаг, курсы которых зависели от спекуляции металлом»¹⁰¹⁹.

В дальнейшем в 1890 году на Парижской бирже периодически отмечались волны паники (в частности, после кризиса в Аргентине, где было вложено 350 млн франков французских капиталов), но такого острого кредитно-финансового кризиса, как в Англии или США, во Франции в это время не было. Однако количество наименований акций, котировавшихся на Парижской бирже, снизилось с 298 в 1885 г. до 260 в 1890 г. и 202 с 1895 г. «Мы переживаем коммерческий кризис... Экономика страны находится в состоянии маразма... Дела идут плохо»¹⁰²⁰.

Чтобы окончательно преодолеть последствия кризиса начала 1890-х годов, в 1894 г. была проведена конверсия государственных облигаций – «рент». «Гигантская финансовая операция французского правительства – конверсия 4,5% ренты в 3,5% на сумму 6789 миллионов франков удалась самым блестящим образом: владельцы ренты пожелали получить наличными деньгами лишь ничтожную сумму 890 тыс. франков». Так как в богатстве Франции «никто

¹⁰¹⁸ L'Economiste Francais. – 1883. – 29. IX. – P. 392.

¹⁰¹⁹ L'Economiste Francais. – 1889. – III. 9. – P. 312; 1889. – 4. V. – P. 551.

¹⁰²⁰ L'Economiste Francais. – 1894. – 27. I. – P. 112; 1894. – 31. III. – P. 398.

не сомневается», 3% рента котируется на биржах почти по номинальной цене, на 15% дороже германской ренты, а это значит, что новая 3,5% рента обязательно поднимется «до тех же 104–105%», по которым обращалась до конверсии 4,5% рента. Понятно, что «при малейшем недоверии» во время конверсии «капиталисты потребовали бы наличных денег, чтобы закупить себе более солидных бумаг. Биржи Тройственного союза ждали этого, и возлагали великие надежды на тот золотой дождь, который потёк бы тогда из Парижа в Вену, Берлин и Рим», но «золотые мечты остались мечтами»¹⁰²¹.

К началу XX века Париж стал крупнейшим мировым рынком государственных ценных бумаг, в первую очередь российских. Кроме того, французские инвесторы были владельцами 60% государственных облигаций Оттоманской империи (британские инвесторы владели 14% облигаций, немецкие – 10%), 61% египетских, а также испанских, португальских, греческих, латиноамериканских, китайских и японских государственных облигаций¹⁰²².

Кризис 1900 г. стал более серьёзным потрясением для французского рынка ценных бумаг, чем кризис 1890 г. Это было в значительной мере связано с тем, что во время предшествовавшего подъёма большая часть спекулятивных операций была связана с акциями металлургических предприятий Российской империи. К тому времени общая сумма французских инвестиций в российские компании достигала 7 млрд франков – более 20% всех французских иностранных инвестиций. По российским акциям выплачивались огромные дивиденды, что ещё больше поднимало их и без того завышенные их курсы. Когда российские компании были поражены кризисом 1900 г., создавшим значительные трудности для многих крупных предприятий, «после периода процветания, более иллюзорного, чем реального, пришла пора разочарования... промышленные бумаги чрезвычайно обесценились: некоторые на девять десятых, большинство на три четверти своей фиктивной стоимости, которая им приписывалась в 1900 г. Это настоящий разгром и крах»¹⁰²³.

Хотя во Франции промышленный подъём не был столь сильным, как в Германии, «накопление свободных капиталов» было на-

¹⁰²¹ Гигантская финансовая операция французского правительства // Киевское слово. – 1894. – № 2165. – 23 янв. – С. 1.

¹⁰²² По данным 1914 года (Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006. – P. 146).

¹⁰²³ L'Economiste Francais. – 1901. – X. 5. – P. 461.

столько значительным, что им приходилось «искать себе производительное помещение за границей», во время кризиса 1900 г. «в течение многих месяцев производится реализация ряда дивидендных ценностей, сопровождающиеся каждый раз новым курсовым падением». Если сравнить биржевые курсы в Париже в апреле 1900 г. и в июле 1901 г., то потери на снижении курсов акций составили 289 млн франков для акций кредитных учреждений, 885 млн – железных дорог, 177 млн – городских дорог и транспортных обществ, 459 млн – промышленных предприятий. Общие убытки от снижения курсов акций за это время достигли 1810 млн франков¹⁰²⁴.

Кризис 1900 г. во Франции осложнялся событиями в Китае, где у французских инвесторов были свои интересы. Ихэтуаньское («боксерское») восстание 1899–1901 гг., направленное против роста иностранного проникновения в Китай, и вторжение в июне 1900 г. войск основных иностранных государств для подавления восстания, – совпав с кризисом 1899–1902 гг., вызвали дополнительную напряжённость на всех мировых финансовых рынках. «На всех биржах быстро падают вернейшие бумаги, не говоря уже о промышленно-спекулятивных». Всем известно, что «биржа служит барометром общего положения» дел, и показания этого барометра в начале июля 1900 г. были «очень тревожны»¹⁰²⁵.

Впрочем, паника в 1900 г. была в Париже недолгой, и активность биржи быстро восстановилась. Количество наименований акций, котировавшихся на Парижской бирже, выросло с 257 в 1900 г. до 279 в 1905 г.¹⁰²⁶ Французский рынок ценных бумаг переживал

¹⁰²⁴ Международное падение курсов // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1901. – № 27. – С. 43.

¹⁰²⁵ Если сравнить котировки Парижской биржи, «где обращаются бумаги всех стран», от 28 июня и 5 июля 1900 г., то французская 3% рента снизилась с 99,97 до 99,47; французская 3,5% рента – со 101,90 до 101,70; индо-китайские 3,5% облигации – с 469 до 461; аргентинские 5% – с 474 до 461; итальянские 5% – с 93,90 до 91,20; испанские 6% – с 338,5 до 330; португальские 3% – с 23,85 до 22,55; румынские 5% – с 476 до 472. В Берлине было «такое же тревожное положение, грозящее большими осложнениями в финансово-промышленном мире». Весьма характерным было «совершенно невероятное явление – падение акций Суэцкого канала на 60 франков... Очевидно, акции более чем когда-либо прекрасно работающего канала могли упасть лишь вследствие опасения предстоящих осложнений при которых не исключена возможность даже временного прекращения движения по каналу». Такими же опасениями можно объяснить и снижение курсов всех бумаг, так как логичным было бы «падение бумаг фирм, торгующих с Китаем, но... не французской ренты» (События 1900 г. в Китае и биржа // Киевское слово. – 1900. – № 4184. – 3 июля. – С. 2).

¹⁰²⁶ Arbulu P. La Bourse de Paris au XIX^e siècle: efficience et performance d'un marché financier émergent / P. Arbulu. – Paris: Éditions Connaissances et Savoirs, 2007. – P. 31.

в начале XX века свой расцвет. Капитализация рынка акций на Парижской бирже выросла с 1880 по 1913 г. с 60 до 116 млрд франков золотом, что в 2,8 раза превышало национальный доход (41,8 млрд франков). Ежегодные темпы роста рынка акций в целом составляли в среднем 2%, а темпы роста объёмов выпуска акций французских промышленных предприятий были ещё большими – от 4% в год в 1896 г. до 9,2% в год в 1913 г., что значительно превосходило темпы роста после Второй мировой войны (2–3,7%). В структуре активов инвесторов доля традиционно популярной недвижимости снизилась с 44,7% в 1848 г. до 31,1 в 1911 г., а доля ценных бумаг выросла с 17,6% в 1848 г. до 51,4% в 1911 г., что указывает на смещение приоритетов в сторону рынка ценных бумаг¹⁰²⁷.

Следующий финансовый кризис 1907 года во Франции был не столь глубоким, как кризис 1900 г., и протекал он значительно слабее, чем в Англии и Германии, не говоря уже о США. В основе кризиса 1907 г. был быстрый рост тяжёлой промышленности и рынка промышленных акций, а во Франции развитие этой отрасли заметно отставало от Германии и США. Поэтому кризис проявился преимущественно в сокращении строительства и объёмов внешней торговли.

Объёмы внешней торговли сократились, цены акций снизились, а на финансовом рынке отмечалась обычная в таких случаях напряжённость. Так как во Франции не было активного биржевого бума накануне кризиса, не было и ярко выраженного биржевого краха. «Тем не менее французское хозяйство тяжело пострадало от общего падения мировой конъюнктуры. Американские заказы не поступали, и ранее сделанные заказы аннулировались... Чёрная металлургия испытывала упадок. Из металлообрабатывающих отраслей особенно пострадала в 1908 г. автомобильная промышленность». Кроме того, «большие суммы были потеряны на спекуляциях и падении курсов внутренних и иностранных государственных ценных бумаг, на спекуляциях акциями золотых, алмазных и медных компаний... на русских промышленных акциях, на французской и итальянской автомобильной промышленности»¹⁰²⁸.

В ноябре 1907 г. в прессе начали всё чаще появляться сообщения о том, что кризис закончился или, во всяком случае, «худ-

¹⁰²⁷ Gueslin A. Banks and State in France / A. Gueslin // *Finance and Financiers in European History, 1880–1960* / Ed. by Youssef Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 1992. – P. 68–69, 73.

¹⁰²⁸ Esslen J. Konjunktur und Geldmarkt / J. Esslen. – Stuttgart: J. G. Cotta, 1909. – S. 34 (320 s.).

шее уже позади»¹⁰²⁹. Однако, каким бы вялым ни был кризис во Франции по сравнению с другими основными странами, он привёл к значительному сокращению капиталов вновь учреждаемых акционерных обществ (в 1908–1909 гг. они были на 41% меньше, чем в 1907 г., и только в 1911 г. смогли достичь докризисного уровня. А общий объём эмиссий французских акционерных компаний сократился в 1908 г. по сравнению с 1907 г. почти в 1,5 раза¹⁰³⁰).

К 1913 г. французский рынок ценных бумаг достиг своих максимальных перед Первой мировой войной показателей. Количество наименований акций, введённых в котировки Парижской биржи, выросло с 279 в 1905 г., до 348 в 1910 г. Общий объём обрабатывавшихся на Парижской бирже ценных бумаг составлял 6,2 млрд фунтов (на Лондонской бирже в это время – 11,3 млрд фунтов, на Нью-Йоркской – 5,3 млрд, Берлинской – 5,3 млрд).

Однако вскоре началось приближение нового кризиса. На Парижской бирже «1913 год состоял из двенадцати наиболее тяжких месяцев в этом столетии, а быть может, и за последние 40 лет. Он характеризовался почти полной стагнацией дел». Парижская биржа была в состоянии глубокой депрессии и «почти не функционирует» и даже снижение учётной ставки в начале 1913 г. так и не смогло повысить активность биржи. Выпуск акций и облигаций (кроме, разве что, государственных и муниципальных займов) уменьшился в 1913 г. по сравнению с 1912 г. на 21%. Больше всего это сокращение коснулось промышленных бумаг. «Промышленность живёт старыми заказами, и ощущается недостаток спроса», а в октябре-ноябре 1913 г. появились «безошибочные признаки начала депрессии». Было очевидно, что во Франции начался «коммерческий кризис», реальные причины которого были заложены «в общем состоянии экономики государства, в падении потребления»; создавалось впечатление, что этот экономический кризис «похоже, будет длительным»¹⁰³¹.

Предвоенный финансовый кризис разворачивался медленно и весь год сохранялись высокие учётные ставки. Курсы акций в 1913 г. заметно снизились (для металлургических компаний это снижение достигло к концу года 14%). «1913 год характеризовался переходом от процветания к депрессии... в металлургии в 1913 г. сократились заказы, что сопровождалось падением цен; на денежном

¹⁰²⁹ France Feels Sure our crisis is over // The New York Times. – 1907. – November 11.

¹⁰³⁰ L'Economiste Français. – 1909. – 18. IX. – P. 429.

¹⁰³¹ The Economist. – 1913. – 5. VII. – P. 20; 1913. – 25. X. – P. 894–895; 1913. – 22. XI. – P. 1133; 1914. – 16. V. – P. 1129; 1914. – 23. V. – P. 1183.

рынке наблюдалось напряжение, которое достигло особой остроты осенью; банки приостанавливали платежи; сократились доходы железных дорог, уменьшился торговый оборот»¹⁰³². Однако, как и в других странах, полностью этот кризис проявиться не успел до начала Первой мировой войны.

Экспорт французского капитала

Потенциал французского рынка ценных бумаг давал возможность экспортировать свободные капиталы¹⁰³³. Среднегодовой объём экспорта капитала составлял 2–6 млн фунтов в 1840-е годы, 15 млн в 1850-е, 30 млн в 1860-е годы. По этому показателю Франция не очень уступала своему основному конкуренту – Великобритании. Общий объём международных инвестиций достиг в 1914 г. 50 млрд франков (около 10 млрд долл.)¹⁰³⁴.

Стратегия экспорта капиталов во Франции отличалась от британской – хотя этой страной также была создана колониальная империя, географические границы которой достигали не только Индокитая и Африки, но и удалённых тихоокеанских островов Полинезии, эта империя не имела того экономического значения, как в Англии. В начале XX века торговый обмен с колониями составлял лишь 10–12% общего объёма внешней торговли (1692,0 млн франков). Гораздо большее значение имела торговля с Англией (2569,0 млн франков), Германией (1935,6 млн) и объединившейся с Люксембургом Бельгией (1664,8 млн)¹⁰³⁵.

Ориентация Франции на экспорт капиталов в страны Европы (67,4% всего экспорта капитала в 1852–1881 гг. по сравнению с 29% британского экспорта капитала, направленного в эти же годы в страны Европы) сформировалась ещё в первой половине XIX в.,

¹⁰³² Revue d'économie politique. – 1914. – P. 222–223.

¹⁰³³ Объём иностранных инвестиций в процентах от объёма внутренних сбережений составлял 20–21,6% в 1850–1859 гг.; 24,8–25,9% в 1860–1869 гг.; 29,0–18,7% в 1870–1879 гг.; -1,1–11,3% в 1880–1889 гг.; 10,0–23,0% в 1890–1899 гг.; 16,1–22,0% в 1900–1909 гг.; 12,5% в 1910–1913 гг. (O'Rourke K. Globalization and History. The Evolution of a Nineteenth Century Atlantic Economy / K. O'Rourke, J. Williamson. – Cambridge: MIT Press, 1999. – P. 209).

¹⁰³⁴ Cameron R. A Concise Economic History of the World: From Paleolithic Times to the Present / R. Cameron, L. Neal. – Oxford: Oxford University Press, 2002. – P. 302.

¹⁰³⁵ Marseille J. The Phases of French Colonial Imperialism: Towards a New Periodization / J. Marseille // Money, Finance and Empire, 1790–1960 [ed. by A. N. Porter, R. F. Holland]. – London: Routledge, 1985. – P. 127–129.

когда реципиентами французских инвестиций были Бельгия и Швейцария, а также Австрия и некоторые немецкие государства. В 1913 г. экспорт капитала из Франции распределялся таким образом: 55% в страны Европы, 12% в страны Латинской Америки, 12% в страны Ближнего Востока, 9% в страны Африки, 4% в Северную Америку, 8% – в прочие страны.

В целом международные инвестиции во Франции имели в то время меньшее значение, чем в Англии, что объяснялось традициями – во Франции в обществе преобладали убеждения, что накопление сбережений важнее, чем их инвестирование¹⁰³⁶. Несмотря на это перед началом Первой мировой войны Франция в процессах экспорта капитала мало уступала Англии, хотя географически французские инвестиции были связаны не с отдалёнными колониями, как у Англии, а со странами Европы и средиземноморским регионом (Турция, Египет, Марокко и др.). Избыточные капиталы активно инвестировались в создание банков в России¹⁰³⁷, Марокко, Боливии, Индокитае. Во время железнодорожного бума французские инвесторы и инженеры принимали участие в постройке большинства железных дорог в Южной и Восточной Европе.

Берлин – новая столица капитала

Новый финансовый центр

Объединение Германии привело к ускоренному экономическому развитию страны, длившемуся на протяжении 40 лет до Первой мировой войны. Основным немецким финансовым центром стал Берлин. В этом расположенном на реке Шпрее городе, ранее столице Пруссии, ещё в 1765 г. был основан Прусский банк.

¹⁰³⁶ Накопление сбережений ускорилось после создания в 1882 г. национальной системы сберегательных касс – с 1900 по 1913 г. в этих кассах было открыто 4 млн новых счетов, среди владельцев которых 25% были простыми рабочими с небольшими объёмами сбережений. Общий объём накопленных сберегательными кассами за этот период средств составлял примерно 10–15 млрд долларов (Spieser P. Histoire de la finance: Le temps, le calcul, et les promesses / P. Spieser, L. Belze. – P.: Vuibert, 2005. – P. 357).

¹⁰³⁷ А после франко-русского альянса 1894 г. значительные финансовые ресурсы были вложены в российские ценные бумаги; к 1914 г. 25% всех французских международных инвестиций были направлены в Россию. Когда в 1917 г. все внешние долги Российской империи были аннулированы, более всего пострадали при этом именно французские инвесторы.

Берлин как финансовый центр изначально ориентировался на финансирование внутреннего индустриального развития страны в отличие от Франкфурта, специализировавшегося на финансовых услугах, и Гамбурга, финансировавшего внешнеторговые операции.

Значение Берлина начало возрастать ещё в 1840-е годы за счёт участия частных банковских домов в финансировании строительства немецких железных дорог¹⁰³⁸. Немецкие банки пока ещё уступали британским по объёмам депозитов и операций. «Незначительность дивидендов германских банков сравнительно с дивидендами английских банков объясняется ограниченностью их вкладов»¹⁰³⁹. После создания центрального Рейхсбанка и издания в 1884 г. закона об акционерных компаниях финансовая система и рынок ценных бумаг стали более урегулированными, а интересы инвесторов защищёнными. А введение золотого стандарта и появление новой конвертируемой валюты – марки – привело к тому, что Берлин стал признанным международным финансовым центром. Технологические инновации в химической и электротехнической промышленности вызвали устойчивый на протяжении нескольких десятилетий экономический подъём, и быстроразвивающийся Берлин называли «Чикаго на Шпрее».

Первоначально, до франко-прусской войны, на развитие германской финансовой системы решающее влияние имел французский капитал. Основным финансовым центром тогда был Франкфурт, и немецкие финансисты ориентировались на Париж (в меньшей мере – Вену) как ближайшую крупнейшую «столицу капитала». Из Франции были позаимствованы все основные методы финансового бизнеса, и в это время германские финансисты отправляли своих сыновей на обучение в Лион, Марсель и, конечно, Париж, где они могли набраться необходимого опыта. Французские капиталы были вложены не только в первые немецкие железные дороги, но и в новые банки – Bank für Handel und Industrie в Дармштадте и Франкфурте, Schaafhausen Bank Verein в Кёльне и др. По-

¹⁰³⁸ Крупнейшие банкирские дома – Mendelssohn & Co и S. Bleichroder, участвовавшие в крупных международных операциях (банкский дом Мендельсона был тесно связан с Россией), – стали основателями двух акционерных банков – Berliner Handels-Gesellschaft и Disconto-Gesellschaft. Образованный этими банками Прусский консорциум в 1859 г. выпустил облигационный заём на 30 млн талеров для финансирования прусской армии.

¹⁰³⁹ Дивиденды немецких банков в 1867 г. были в диапазоне от 9,5% («Берлинский кассовый союз») до 4,7% («Лейпцигский банк») (Барыши германских банков // Приложение к № 29 Торгового сборника, журнала торговли и финансов. – 1870. – № 29. – С. 323).

сле франко-прусской войны и особенно после кризиса 1873 г. французские капиталы были выведены из Германии, а среди финансовых центров на первое место вышла столица Пруссии – Берлин. Основным источником капиталов стали британские банки. Их влияние сохранялось до конца столетия, и все крупнейшие берлинские банки (Disconto Gesellschaft, Deutsche Bank и др.) получали крупные кредиты в английских банках. Британские капиталы были выведены из Германии во время кризиса 1900 г., но к тому времени германская финансовая система уже стала вполне самостоятельной.

*Застой конца 1870-х годов и начало нового
железнодорожного бума*

После кризиса 1873 года, особенно глубокого в Германии, где он получил название «грюндерского краха», на Берлинской бирже началась длительный период застоя. По сообщениям из Берлина в середине 1875 г., «апатия, в которую впала биржа» после кризиса 1873 г., всё ещё «так велика, что трудно себе и представить то положение, в котором она ныне находится. Несмотря на значительный прилив свободных денег... всё бездействует», пожиная плоды «чрезмерных увлечений, как местных, так и заграничных бирж»¹⁰⁴⁰. Но уже в 1880-е годы, когда Германия была основным покупателем российской аграрной продукции, в том числе и зерна, на Берлинской бирже (где в то время размещались все российские внешние займы) спекулянты начали масштабную игру на понижение российского рубля; по этому поводу министр торговли Пруссии Альберт Майбах (1822–1904) назвал Берлинскую биржу ядовитым деревом, бросающим свою столь же ядовитую тень спекуляции не только на Петербургскую биржу (во многом зависевшую тогда от Берлинской), но и на биржи Риги и Одессы¹⁰⁴¹.

Расширение основного капитала началось с конца 1870-х годов. Оно было не таким значительным, как во время грюндерского бума начала 1870-х годов, хотя имело более массовый характер, особенно в тяжёлой промышленности. Главным двигателем экономического роста в это время снова были железнодорожные про-

¹⁰⁴⁰ Берлин, 1 июня 1875 г. Корреспонденция «Финансового обозрения» // Финансовое обозрение. – 1875. – № 22. – С. 487.

¹⁰⁴¹ Towin A. Lettres De Russie / A. Towin // L'Econimiste Francais. – 1880. – 24 Janvier. – P. 102–104.

екты. В Германии с 1878 по 1884 г. было построено 5 тыс. км железных дорог (что было меньше, чем за один год в США), в эти проекты было инвестировано 1,6 млрд марок. Так, в 1880-е годы Германия из импортёра металла и других материалов для железнодорожного строительства превратилась в экспортёра, заняв второе место после Великобритании¹⁰⁴².

К этому времени политика финансирования железнодорожных проектов окончательно определилась, к тому же 90% железных дорог в Германии принадлежало государству. После железнодорожных спекуляций времён грюндерского бума начала 1870 годов и знаменитого скандала вокруг дела Стуссберга, примером стала финансовая политика Франции, где управление экономикой со стороны централизованного государства считалось безусловно позитивным для экономического роста. В Германии также чрезмерное влияние частных предпринимателей не поощрялось, так как считалось, что оно направлено исключительно на личное обогащение, имея деструктивный характер для экономики страны. Такая позиция радикально отличалась от британской – там считалось, что автономия частного предпринимателя безусловно позитивна, а ограничения со стороны государства неблагоприятно влияют на экономический рост.

В целом, подъём начала 1880-х годов оказался невыразительным – бума учредительской активности не было, как не было и спекулятивного биржевого бума. Поэтому и мировой кризис 1882–1884 гг. в Германии не был острым и проявился в некотором сокращении внешней торговли и учредительства. К моменту начала кризиса в США, где был его центр, в Германии условия для кризиса не вызрели. Поэтому после паники на бирже в Париже в Берлине дело ограничилось недолгим повышением учётной ставки. Уже в 1883 г. количество новых акционерных компаний снова достигло предкризисного максимума, хотя их капиталы были в 8,5 раза меньше, чем во время грюндерского бума в 1872 г. Соответственно, не было раздувания кредита, а цены на акции в начале 1880-х были на 25–30% ниже, чем в 1872 г.

¹⁰⁴² В 1873 г. было импортировано 1114 тыс. т чугуна, экспортировано металла – 412 тыс. т. В 1883 г. импорт металла сократился до 387 тыс. т., в то время как экспорт вырос до 1530 тыс. т (Die Industrie. – 1893. – № 10. – S. 145).

В 1887 г., после ухудшения отношений Германии с Россией (из-за начала её политического и финансового сближения с Францией) Бисмарк запретил операции с российскими ценными бумагами. Преимущественно это были облигации государственных займов, и огромную их массу вывели из обращения на Берлинской бирже¹⁰⁴³.

Во второй половине 1880-х годов начался новый подъём, сопровождавшийся очередной волной акционерного учредительства (в 1886–1890 гг. было учреждено около 1 тыс. новых акционерных обществ с суммарным капиталом 1100 млн марок). Со второй половины 1880-х годов Берлинская биржа снова стала центром активной спекуляции ценными бумагами. Курсы акций с ноября 1885 г. до конца 1889 г. повысились на 60% и достигли докризисного уровня. Практика выдачи банками кредитов под залог ценных бумаг, особенно популярная в Германии, стимулировала развитие спекуляции. В 1887–1889 гг. объём таких кредитов увеличился почти в два раза и достиг 534 млн марок, что не могло не создать нестабильность на финансовом рынке. По сообщениям прессы из Берлина, там предпринимались «огромные усилия, чтобы предотвратить рост напряжённости на денежном рынке», и он удерживался некоторое время от краха только благодаря «помощи, полученной из Лондона, Парижа, Вены». Одна только Вена «предоставила Берлину кредит в 40 млн флоринов»¹⁰⁴⁴.

В феврале 1890 г. в Германии начался биржевой кризис. Когда курсы ценных бумаг начали падать, берлинские банки, владевшие крупными пакетами акций, стали избавляться от тех из них, которые могли первыми упасть в цене. «Банки и банкиры... продали бо́льшую часть промышленных акций» и это привело к ещё большему снижению курсов, при этом убытки понесли мелкие инвесторы, вложившие свои сбережения в ценные бумаги. «Убытки от понижения курсов... падают полностью на широкую публику, зашедшую слишком далеко в погоне за наживой»¹⁰⁴⁵. «Сейчас рынок ценных бумаг во власти ярко выраженного кризиса и никто не

¹⁰⁴³ Этот запрет, действовавший до 1894 г., привёл лишь к тому, что Германия (в частности, банкирский дом Мендельсона) перестала быть основным кредитором России, после чего эта роль перешла к Франции. Финансовые связи с Россией сохранили многие берлинские частные банкирские дома.

¹⁰⁴⁴ Economist. – 1889. – XI. 30. – P. 1341.

¹⁰⁴⁵ Economist. – 1890. – II. 22. – P. 243–244.

может сказать, чем это кончится... положение критическое, финансовая мощь руководителей банков и банковских концернов Берлина подвергается суровому испытанию... Налицо крах необузданной спекуляции»¹⁰⁴⁶.

Пик финансового кризиса был в Германии недолгим и закончился в марте 1890 г., после чего состояние биржи начало стабилизироваться. В ноябре финансовый кризис уже миновал, хотя падение курсов акций после этого не остановилось и продолжалось более двух лет¹⁰⁴⁷. Особенно оно коснулось бумаг горнодобывающих и металлургических компаний, чаще всего использовавшихся в спекулятивных операциях¹⁰⁴⁸. Общая промышленная депрессия продолжалась ещё несколько лет. Причины спада были очевидны и связаны с предшествовавшим подъёмом – производители переоценили покупательную способность рынка, что породило кризис сбыта.

Немецкая модель финансирования экономики

В немецкой модели экономического развития, окончательно сложившейся к концу XIX в., предпочтение отдавалось крупным картелям – монополистическим объединениям, обычно связанным с определёнными банками. Такое «соединение банков с промышленностью» не только обеспечивало быстрый рост экономики Германии, но и ускоряло «экспорт капитала во всех его формах», при этом «капитал получает возможность эмигрировать отдельно от предпринимателя»¹⁰⁴⁹.

Картелизация немецкой промышленности стала особенно заметной после кризиса 1873 г. В 1897 г. количество картелей оценивалось в 345, в 1902 г. – около 300 (220 в промышленности и 80 в торговле). В начале XX в. картели контролировали «все важнейшие отрасли немецкой промышленности». Принятые в 1879 г. но-

¹⁰⁴⁶ Economist. – 1890. – III. 11. – P. 276; 1890. – III. 8. – P. 305.

¹⁰⁴⁷ Berlin banking failures // The New York Times. – 1891. – November 15.

¹⁰⁴⁸ Так, акции Bochumer Gusstahl und Dortmunder Union котировались в конце марта 1890 г. на 36–41% ниже, чем в начале этого года, а в 1891 г. на 57–60% ниже. Акции основных берлинских банков снизились в цене на десятки процентов, а среднее снижение курсов достигло 30%, что создало убытки для владельцев этих бумаг порядка 1,5 млрд марок. Общее количество банкротств в Германии за 1890–1891 гг. достигло 15 тысяч.

¹⁰⁴⁹ Гильфердинг Р. Финансовый капитал. Новейшая фаза в развитии капитализма / Р. Гильфердинг [4-е изд.]. – М.: Государственное издательство, 1924. – С. 369–370.

вые правила тарифной политики, «облагающей охранительной пошлиной продукты промышленного производства, оставляя в то же время свободным от пошлины ввоз большинства сырых материалов, позволила учредить в Германии целый ряд синдикатов, которые при иных обстоятельствах могли бы рассчитывать на успех только при условии превращения их в международные»¹⁰⁵⁰.

В Германии концентрация производства больше всего проявилась в металлургической, и особенно в электротехнической промышленности, два лидера которой – Siemens и AEG – поглотили значительное количество мелких компаний. Немецкие концерны были тесно связаны с финансирующими их банками – компанию Siemens поддерживал Deutsche Bank, AEG создала специализированный Bank für elektrische Unternehmungen в Цюрихе. Подобное сращивание промышленного и банковского капитала обеспечивало быстрый рост инновационной электротехнической промышленности. Банки предоставляли немецким компаниям долгосрочные кредиты (в отличие от Великобритании, где кредиты банков промышленным компаниям были краткосрочными) и нередко покупали крупные пакеты акций, становясь совладельцами предприятий. Четыре основных банка (так называемые четыре Д) были сосредоточены в Берлине – Deutsche Bank, Dresdner Bank, Disconto-Gesellschaft, Darmstadter Bank, а девять крупнейших берлинских банков контролировали в 1913 г. 12% всего банковского капитала Германии. Промышленные корпорации финансировались преимущественно с помощью банков, а не рынка ценных бумаг.

Несмотря на это, эмиссия ценных бумаг также быстро росла и только лишь за три года, с 1897 по 1899 г., её объём составил 7 млрд марок, в том числе акций промышленных предприятий только лишь за один 1899 г. было выпущено на 516 млн марок. Эти акции изначально распространялись по курсу в среднем на 50–60% выше номинала, и были размещены на сумму 861 млн марок.

Бурный рост конца 1890-х годов

С середины 1890-х годов начался очередной период бурного роста, затронувшего в первую очередь новые отрасли промышленности – химическую и электротехническую (немецкое лидерство в

¹⁰⁵⁰ Промышленные синдикаты за границей и в России // Народное хозяйство. – 1904. – Кн. 2. – С. 47.

которых было тогда общепризнанным), а также металлургическую, судостроительную и военную промышленность. Инвестиции в эти отрасли достигали миллиардов марок, а источниками финансирования были банки, тесно связанные с крупными промышленными концернами. В 1896–1900 гг. было учреждено 1,5 тыс. новых акционерных компаний с суммарным капиталом 1998 млн марок. Кредитная экспансия достигла небывалого масштаба – кредитные операции германских банков выросли с 2894 млн марок в 1893 г. до 6525 млн в 1900 г. (на 126%).

С 1893 по 1900 г. совокупный объём эмиссии ценных бумаг достиг 17,75 млрд марок, из них акций промышленных предприятий было выпущено на сумму 8 млрд марок, акций банков – на 1,5 млрд марок. Вместе с ростом объёма капитала, инвестированного в промышленность, увеличивалось и количество акционерных компаний. С 1874 по 1894 г. было учреждено 2570 акционерных обществ с суммарным капиталом около 3 млрд марок. Больше всего новых обществ появилось во второй половине 1890-х годов – только лишь за десять лет, с 1895 по 1900 г. начало работу 1541 общество с капиталом 2,75 млрд марок. Максимальные темпы роста отмечались в электротехнической промышленности, в которой Германия лидировала. Особенно бурным акционерный бум был в 1899 г., накануне кризиса 1900 г. «Учредительская деятельность в Германии за первое полугодие 1899 г. приняла такие большие размеры, которые не наблюдались с 1872 г.»¹⁰⁵¹.

Однако «неминуемо должны были обнаружиться и тёмные стороны, являющиеся обычными спутниками подобной эпохи» бурного роста. Вместе с учреждением «солидных промышленных предприятий» развивалось грюндерство, рассчитанное исключительно на получение прибылей от высокого курса вновь выпускаемых акций» вне зависимости от того, «какова была судьба учреждаемых предприятий». Банки также шли навстречу спекулятивным настроениям «как предпринимателей, так и широкой публики», финансируя предприятия «без достаточного исследования их солидности», а для индивидуальных инвесторов открывая широкий кредит под залог ценных бумаг. Для этого банки «увеличивали чрезмерно свои собственные капиталы», выпуская новые акции и облигации. На бирже спекулятивные операции приняли самые широкие масштабы, «курсы гнались в гору», и в этих операциях при-

¹⁰⁵¹ Финансовая хроника. Германия // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1899. – № 28. – С. 64. Из 182 новых предприятий, учреждённых в 1899 г., более всего было машиностроительных (32) и электротехнических (22).

нимали участие «не только профессиональные биржевики, но и широкая публика, купцы, чиновники, офицеры, вдовы и т. д.». Несмотря на высокую в это время стоимость кредита (до 7% годовых), «курсы многих дивидендных бумаг доходили до такой высоты, что при самых больших дивидендах уже не могли давать больше 3% на помещённый в них капитал». Так, в горнодобывающих компаниях в 1895–1900 гг. было выпущено акций с номинальной стоимостью на 300 млн марок. К 1900 г. их курсовая стоимость достигла 611 млн марок. «Только половина последней суммы была вложена в саму промышленность, остальная половина пошла всецело на пользу спекуляции... Таковую громадную роль играла спекуляция при создании промышленных предприятий»¹⁰⁵².

Принятый в 1896 г. новый закон о биржах (его часть, определявшая допуск ценных бумаг на биржу, начала действовать с 1 июля 1896 г., остальные части – с 1 января 1897 г.) мало что дал для контроля спекулятивных операций, если не считать ограничение стоимости находящихся в обращении на Берлинской бирже ценных бумаг суммой 1 млн марок (на других биржах эта сумма была меньшей, во Франкфурте и Гамбурге – 0,5 млн марок). Хотя закон запрещал распространившиеся к тому времени сделки с акциями на срок, на практике это ограничение легко обходили на немецких биржах, так же как и на многих других мировых биржах. В Германии современники называли этот закон «неудачным с формальной стороны». А по сути биржевая реформа наносила «такой существенный ущерб экономическому могуществу немецких бирж... на пользу других стран, какого могли желать только... противники». Результаты реформы проявились «полным разложением многих из существующих бирж и заметным уклонением спекулятивной торговли от общественного контроля»¹⁰⁵³.

Кризис 1900 г. в Германии

Острые формы приобрёл в Германии мировой финансовый кризис 1900 г. «Кризис, переживаемый в настоящее время главнейшими промышленными странами Европы, представляет собой естественную реакцию против того чрезвычайного напряжения

¹⁰⁵² Брандт Б. Современный торгово-промышленный кризис в Западной Европе / Б. Брандт // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1901. – № 49. – С. 447.

¹⁰⁵³ Биржевая реформа в Германии // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1898. – № 8. – С. 444.

экономических и финансовых сил... которым ознаменовалась промышленная жизнь этих стран в течение последнего десятилетия... Если не считать Соединённых Штатов, то первое место в этом развитии принадлежит Германии»¹⁰⁵⁴.

Промышленный кризис, проявившийся в 1900–1901 гг. почти во всех индустриальных странах, «особенною силою отличается в Германии, в которой и экономический подъём 1896–1900 гг. был более значительным, чем в других странах». Начиная с 1896 г. «темп промышленного оживления в Германии был ускоренный», и во всех «промышленных... центрах Германии считали, что будущее открывает ей почти неограниченные горизонты». Однако «начиная с конца 1890 года», а особенно «в течение первых месяцев текущего [1901] года, заказы [на промышленную продукцию] стали сокращаться, уменьшилось повсюду производство»¹⁰⁵⁵.

Снижение объёмов промышленного производства и торговли не могло не затронуть финансово-кредитную сферу и рынок ценных бумаг. Начались банкротства немецких банков – в мае прекратили платежи Pommeranbank-Gruppe (Pommersche Hypoteken-Aktienbank) и Berlin und Meklenburg Strelitzsche Hypotekenbank, в июне – Dresdner Kreditanstalt und Leipziger Bank.

Среди вкладчиков нарастала паника, и было утрачено доверие даже к самым надёжным банкам и сберегательным кассам. Происходило массовое изъятие вкладов и под угрозой оказалась стабильность всей кредитной системы. От дефолта финансовую систему спасло лишь вмешательство Рейхсбанка, за неделю предоставившего проблемным банкам кредиты на 392 млн марок.

Особенно тяжёлым было положение в середине июня после сообщений о биржевой панике в США. «Последняя неделя была худшей на Берлинской бирже... за 20 лет... произошло неслыханное падение лучших металлургических и угольных акций... понижение распространилось на все промышленные бумаги... сильно пострадали банковские акции»¹⁰⁵⁶.

«Переживаемые затруднения отразились... и на фондовой бирже». В ноябре 1901 г., «по свидетельству германских биржевых газет... биржевые маклеры на Берлинской бирже несколько дней подряд были не в состоянии установить курсы большинства не

¹⁰⁵⁴ Брандт Б. Современный торгово-промышленный кризис в Западной Европе / Б. Брандт // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1901. – № 49. – С. 447.

¹⁰⁵⁵ Промышленный кризис в Германии // Киевлянин. – 1901. – № 302. – С. 2. – Кол. 5–6.

¹⁰⁵⁶ Economist. – 1900. – VI. 16. – P. 852.

только наиболее ходких ценных бумаг, но и государственных фондов за полным отсутствием сделок»¹⁰⁵⁷.

Новый подъём 1900-х годов

После окончания кризиса 1900 г. начался новый период экономического подъёма. В 1903–1907 гг. в Германии было учреждено 800 акционерных обществ с суммарным капиталом 1554 млн марок. Кредитные операции германских банков увеличились с 6526 млн марок в 1900 г. до 11 347 млн марок в 1907 г. (на 74%)¹⁰⁵⁸. Быстро росла эмиссия ценных бумаг, достигшая в Германии в 1905–1907 гг. 9,1 млрд марок (из них облигаций внутренних государственных займов было выпущено на 3,3 млрд; прочих внутренних бумаг на 3,9 млрд; внешних бумаг на 1,9 млрд). Доля внешних эмиссий, связанных с экспортом капитала, достигала в эти годы 21%, и по этому показателю Германия заметно уступала Англии (69%) и Франции (77%)¹⁰⁵⁹.

Значительная часть выпущенных бумаг была использована в спекулятивных биржевых операциях на Берлинской бирже, ставшей лидирующей в Германии. Объём операций с ценными бумагами на ней составлял 66% от общего объёма операций на вторичном рынке. На Франкфуртской бирже объём операций с ценными бумагами составлял в 1900 г. лишь 12%, а на Гамбургской – 9%; на остальных двадцати одной бирже (в Кёльне, Мюнхене, Дюссельдорфе и др.) не превышал 2%¹⁰⁶⁰.

Масштаб биржевых спекуляций усиливал напряжение финансового рынка, ставшее особенно заметным перед кризисом 1907 г. В Германии курсы акций многих крупнейших компаний значительно снизились ещё в августе 1907 г., задолго до паники в США в октябре. Суммарная стоимость акций, введённых в котировки на

¹⁰⁵⁷ Промышленный кризис в Германии // Киевлянин. – 1901. – № 302. – С. 2. – Кол. 5–6.

¹⁰⁵⁸ Трахтенберг И. А. Денежные кризисы (1821–1938 гг.) / И. А. Трахтенберг. – М.: Изд-во Академии наук СССР, 1939. – С. 695, 755.

¹⁰⁵⁹ Гобсон Ч. Экспорт капитала / Ч. Гобсон. – М.: Издательство Комкадемии, 1928. – С. 188, 206.

¹⁰⁶⁰ Gömmel R. Entstehung und Entwicklung der Effektenbörse im 19 Jahrhundert bis 1914 / R. Gömmel // Deutsche Börsengeschichte / Rainer Gömmel, Friedrich-Wilhelm Henning, Karl Heinrich Kaufhold, Bernd Rudolph, Rolf Walter. – Frankfurt am Main: Fritz Knapp Verlag, 1992. – S. 135–210.

Берлинской бирже, снизилась 11,4% с 10,5 млрд марок в конце 1906 г. до 9,3 млрд марок в конце 1907 г.¹⁰⁶¹

После дестабилизации рынка ценных бумаг в США банкротства начались и в Германии (в Гамбурге прекратил существовать старинный банкирский дом Haller, Soehle & Co). Биржевой кризис достиг на немецких биржах высшей точки 1 марта, когда держатели промышленных акций начали массово от них избавляться, и курсы снизились на 6–10%.

В 1907 г. Германия стала в Европе главным очагом кризиса, ставшего гораздо более глубоким и длительным, чем кризис 1900 г., и затронувшего не только рынок ценных бумаг, но и многие отрасли промышленности. Индекс объема промышленной продукции в 1900 г. снизился менее чем на 1%, в 1907 г. – на 6–7%. Инвестиции с 1907 г. по конец 1908 г. снизились на 17%, достигнув докризисного уровня лишь в 1910 году, когда начался новый подъем. Особенно заметным было влияние кризиса в строительстве. Если в 1900 г. его объемы сократились на 8%, то во время кризиса 1907 г. сокращение достигло в среднем 36% (с 1906 по 1907 г. на 63% в Берлине, на 15% во Франкфурте, 16% в Гамбурге). Падение в строительной отрасли продолжалось около трёх лет, и даже к 1913 г. строительство отставало от объема 1906 г.¹⁰⁶²

Вскоре начался новый период роста, уверенно выводивший Германию в число мировых лидеров. Перед началом Первой мировой войны по общему объему операций (5,3 млрд фунтов в 1913 г.) Берлинская биржа была сопоставима с Нью-Йоркской (5,3 млрд), хотя отставала от Парижской (6,2 млрд) и особенно от Лондонской (11,2 млрд). Меньшим было и значение Берлинской биржи в международных операциях, а из 412 наименований государственных ценных бумаг, бывших в котировках в 1913 г., только 192 были иностранными облигациями. Отчасти это было связано с ограничениями, налагававшимися принятым в 1896 г. новым биржевым законом (Borsengesetz), что привело к перемещению ряда финансовых операций с Берлинской биржи на Лондонскую. Хотя эти операции можно было квалифицировать как спекулятивные, но именно они обеспечивали динамизм развития рынка ценных бумаг.

Продолжало расти и количество акционерных компаний. По официальным данным, в Германии к концу 1912 г. было 5369 ак-

¹⁰⁶¹ Volkswirtschaftliche Chronik für das Jahr 1907. – Jena: G. Fischer, 1908. – S. 48.

¹⁰⁶² Germany's financial crisis // The New York Times. – 1908. – September 23.

ционерных обществ с капиталам 16 666 млн марок¹⁰⁶³. За пять лет, с 1907 по 1912 г., количество акционерных обществ выросло незначительно – на 134 (на 3%), акционерный капитал вырос на 16%, с 1789 млн марок до 14 880 млн марок. «Это несомненно свидетельствует о господствующей в акционерных обществах тенденции к образованию крупных предприятий», которая проявлялась также и в «многочисленных случаях слияний»¹⁰⁶⁴. Среди акционеров крупных предприятий часто были представители правящей элиты – в 1912 году выяснилось, что даже немецкий император Вильгельм был акционером паровых компаний «Гамбургско-Американская линия, и «Северо-Германский Ллойд»¹⁰⁶⁵.

В 1913 году произошёл перелом в росте немецкой экономики – подъём закончился во второй половине года и началось понижающее движение, переходящее в депрессию. Спад конъюнктуры проявился в падении цен в различных отраслях промышленности, начиная с металлургической. Химическая и электротехническая отрасли ещё были загружены, но в большинстве отраслей, прежде всего в текстильной и чёрной металлургии, ощущалось, что

¹⁰⁶³ Более полная статистика приводилась не по всем обществам, а лишь по 4712 с капиталом 14 880 млн марок, исключая более мелкие. Горнодобывающим, металлургическим и строительным компаниям принадлежал капитал 1309 млн марок, машиностроительным компаниям – 2253 млн марок, компаниям в химической промышленности – 645 млн марок, страховым компаниям – 426 млн марок, транспортным компаниям (включая железнодорожные) – 1787 млн марок, торгово-финансовым компаниям (включая банки) – 5585 млн марок. По прибыльности капитала лидировали акционерные компании в химической промышленности (14,8%); затем шли страховые (12,67%); горнодобывающие, строительные и металлургические (11,22%); машиностроительные (9,04%). По величине выплаченных дивидендов первое место занимали страховые компании (21,98%); затем шли компании химической промышленности (15,48%); горнодобывающие, металлургические и строительные (10,91%); машиностроительные (8,86%) (Германские акционерные общества в 1911–1912 году // Новый экономист. – 1913. – № 39–40. – С. 15–16).

¹⁰⁶⁴ Германские акционерные общества в 1911–1912 году // Новый экономист. – 1913. – № 39–40. – С. 15–16.

¹⁰⁶⁵ «В высших финансовых сферах Берлина уже давно шли толки об этом», а дружба германского императора с директором «Гамбургско-Американской линии» Баллином «давно уже вызвала всевозможные предположения». Карьера Баллина была стремительной – «он явился... в Берлин без всяких средств, занимался всякого рода коммиссионными делами», затем «быстро пошёл вперёд», и сейчас его состояние «превышает десятки миллионов». Рассказывают, что Вильгельм не раз предлагал Баллину портфель министра, но Баллин «только улыбался и благодарил за честь», а теперь оказывается, что «германский император... пользовался барышами... паровых компаний. Неизвестно, какую пользу принесло Вильгельму его участие в паровых компаниях, но этим последним его участие, несомненно, принесло огромные выгоды» (Акции Вильгельма и русские эмигранты // Финансовое обозрение. – 1912. – № 17. – С. 13).

начавшийся в 1909 г. подъём закончился – заказов становилось всё меньше, цены на продукцию снижались.

«В широких кругах признают, что в 1913 году... подъём преждевременно закончился и что мы находимся на нисходящей линии конъюнктурной кривой», а следующий 1914 год «начался уже в условиях значительной депрессии»¹⁰⁶⁶, она «всё усиливается», а «биржа замерла»¹⁰⁶⁷. «Нет никаких признаков ожидавшегося конца теперешнего периода депрессии. Положение дел в чёрной металлургии остаётся столь же застойным, как и раньше... Внешняя торговля также демонстрирует начало стагнации... Падение занятости продолжается»¹⁰⁶⁸.

Так «конъюнктурный период, исходным моментом которого был октябрьский кризис 1907 г., завершил свой оборот. Высокая конъюнктура закончилась... зимой 1913–1914 гг. в городах вновь нарастает безработица. Вновь, как шесть лет назад, сотни тысяч не имеют работы и хлеба, другие сотни тысяч испытывают острое... снижение своих доходов»¹⁰⁶⁹.

Экспорт германского капитала

Накопление общего богатства превратило Германию из реципиента инвестиций в экспортёра капитала. Планы по реэкспорту британского капитала, вложенного в немецкие банки, появились ещё в конце 1890-х годов, когда крупнейшие немецкие банки начали открывать свои филиалы в Китае, Японии, Сиаме (современный Таиланд). Ключевую роль в этих планах играл Deutsche-Asiatische Bank, основанный при участии берлинского Deutsche Bank в 1889 г. с центральным офисом в Шанхае. Deutsche-Asiatische Bank имел отделения в Калькутте и Йокогаме, а также в крупнейших городах Китая. Вскоре он получил право эмиссии банкнот и принимал участие в размещении облигационных займов китайского правительства. Основной его задачей была экспансия германского капитала в Китае и других странах Азии. Во время кризиса 1900 г., когда британский капитал был выведен из немецких банков, планы расширения влияния немецких банков в Азии пришлось на время отло-

¹⁰⁶⁶ Die Konjunktur. – 1913. – 24. XII. – S. 193–196; 1915. – 4. I. – S. 82.

¹⁰⁶⁷ Revue économique internationale. – 1914. – Vol. 1. N. 1. – P. 144.

¹⁰⁶⁸ Economist. – 1913. – 20. XII. – P. 1354.

¹⁰⁶⁹ Feiler A. Die Konjunktur-Periode 1907–1913 in Deutschland / A. Feiler. – Jena: G. Fischer, 1914. – S.1, 140.

жить, хотя и не надолго. Вскоре немецкие банки появились в Гонконге, Бангкоке, Шанхае и Йокогаме.

Этим планам в Германии придавалось особое значение, так они позволяли освободиться от финансового влияния Лондона, и в начале 1900-х годов среди берлинских банкиров было немало разговоров о том, что Берлин уже усвоил все уроки финансового Лондона, слава которого начинает уходить в прошлое, и больше не нуждается в нём¹⁰⁷⁰.

Ещё одним направлением экспансии германского капитала стали Центральная и Южная Америка. В 1886 г. Deutsche Bank создал дочерний банк Deutsche Überseeische Bank, действовавший в этой части мира. Здесь у германского капитала было меньше конкурентов, чем в Юго-Восточной Азии или Японии, и вскоре германские банки заняли во многих латиноамериканских странах доминирующую позицию. В предвоенные годы на инвестициях в Южную Америку, Китай и Османскую империю, помимо Deutsche Bank, специализировался ещё один крупнейший берлинский банк – Disconto-Gesellschaft.

Так в начале XX века Германия превратилась в крупного инвестора, вложив к 1914 г. значительные капиталы в Австро-Венгрию (около 6 млрд долл.), а также в страны Латинской Америки и немецкие колонии в Африке¹⁰⁷¹. Общий объём немецкого капитала, вложенного в других странах (по данным в 1906 г.), достиг 26 млрд марок (их них 16 млрд в ценных бумагах), приносящих ежегодный доход 1,2 млрд марок¹⁰⁷². В 1913 г. экспорт капитала из Германии распределялся таким образом: 53% в страны Европы, 16% в страны Латинской Америки, 16% в Северную Америку, 9% в страны Африки, 6% – прочие страны¹⁰⁷³.

К началу XX в. Германия стала экономически развитой страной, по темпам роста опережавшей и Англию, и Францию. А по технологическим инновациям (в особенности в электротехнике и

¹⁰⁷⁰ Banking Institutions in Germany // Economist. – 1903. – VIII. 22. – P. 1469–1470.

¹⁰⁷¹ Объём немецких иностранных инвестиций в процентах от объёма внутренних сбережений составлял 1,4–3,4% в 1860–1869 гг.; 7,3–13,1% в 1870–1879 гг.; 7,3–19,3% в 1880–1889 гг.; 12,6–11,5% в 1890–1899 гг.; 9,0–7,6% в 1900–1909 гг.; 7,3% в 1910–1913 гг. (O'Rourke K. Globalization and History. The Evolution of a Nineteenth Century Atlantic Economy / K. O'Rourke, J. Williamson. – Cambridge: MIT Press, 1999. – P. 209).

¹⁰⁷² Гильфердинг Р. Финансовый капитал. Новейшая фаза в развитии капитализма / Р. Гильфердинг [4-е изд.]. – М.: Государственное издательство, 1924. – С. 383.

¹⁰⁷³ Cassis Y. Capitals of Capital. A History of International Financial Centres, 1780–2005 / Y. Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 2006. – P. 79.

химической промышленности) она была признанным лидером. «В последнее время Германия сделала громадные успехи в экономической области. Широкое развитие торговли и промышленности, блестящие результаты, достигнутые в различных областях техники, поставили её во главу других народов», а немецкие товары всё больше «вытесняют с европейских и азиатских рынков английские и американские товары»¹⁰⁷⁴.

Австро-Венгрия: многонациональная империя в центре Европы

Многонациональная империя

Австро-Венгрия была многонациональной империей, существовавшей с 1867 по 1918 г. после объединения Австрийской империи и Венгерского королевства. Точнее будет говорить даже не об Австро-Венгрии, история которой как государства была сравнительно недолгой, а о Габсбургской монархии¹⁰⁷⁵ – специфическом центральноевропейском государстве, границы и национальный состав которого часто менялись. Особенностью этого государства было то, что в нём (в отличие от других континентальных колониальных империй) никогда не было ярко выраженной метрополии. На протяжении большей части XIX века общество в Габсбургской монархии было преимущественно аграрным, как и в соседней Российской империи – индустриализация началась позже, чем во Франции и Германии. В торговле и коммерции традиционно преобладали представители многочисленной еврейской общины.

Несмотря на монархическое государственное устройство, правительство Австро-Венгрии в целом проводило политику экономического либерализма. Символической основой Габсбургской империи была не национальная принадлежность, а преданность правящей династии, которой служили государственные деятели и полководцы, принадлежавшие к разным народам – немцы Тилли,

¹⁰⁷⁴ В конце XIX в. успехи Германии многие объясняли в духе той эпохи не столько объективными экономическими причинами, сколько «темпераментом германского народа», его «настойчивостью в достижении намеченной цели», «методичностью в труде» и «железной волей» (Причины экономического успеха Германии // Киевское слово. – 1898. – № 3657. – 16 марта. – С. 1).

¹⁰⁷⁵ Империя Габсбургов в своих общих границах сформировалась в XVI–XVII веках и просуществовала до 1918 года.

Шварценберг и Меттерних; чехи Валленштайн, Кауниц и Радецкий; хорваты Елачич и Бороевич; венгры Тису и Андраши; поляки Седльницкий и Голуховский. Поэтому в восприятии современников подданные Габсбургской империи всегда были центральноевропейскими космополитами.

Вена, древний город с богатыми традициями, считавшийся культурной столицей Европы, в конце XIX века прославилась изысканной мебелью, «венским вальсом», психоанализом Зигмунда Фрейда и тем, что привлекала к себе многих поэтов и художников. В конце XIX века в Австро-Венгрии сформировалась своеобразная и неповторимая городская субкультура, одинаковая в Вене, Праге, Будапеште, Кракове, Львове и других старинных городах империи – мир узких улочек и уютных кафе, модных салонов и выставок, ярких витрин и пёстрых гуляний в городских парках. Идеализированный образ «старой доброй Вены» был, как обычно, приукрашенным, и за фасадом всеобщей терпимости и космополитизма немало было и политической авторитарности, и национального фанатизма¹⁰⁷⁶. Но, как бы там ни было, космополитический принцип наднациональной культуры имел в Австро-Венгрии очень важное значение, отличая Австро-Венгрию от националистической Германии, а по уровню обеспечения гражданских прав австрийское государство имело явные преимущества перед Германией.

Экономический рост и ценные бумаги

После «грюндерского краха» 1873 г. новый этап индустриализации начался в 1880 г. и продолжался до Первой мировой войны. В этом этапе можно, в свою очередь, выделить три периода – первый в 1873–1888 гг. с пиком активности в 1883 г.; второй в 1888–1895 гг. с подъёмом в 1895 г. и периодами рецессии в 1891 и 1893 гг., и третий – в 1895–1896 гг.¹⁰⁷⁷ В то время как в Англии и

¹⁰⁷⁶ В венском парламенте конца XIX века, красочно описанном в эссе Марка Твена, действительно были представлены все слои общества – принцы, бароны, священники, крестьяне, рабочие, юристы, врачи, профессора и банкиры. Они были преданы своему делу, но, как с иронией отмечал М. Твен, объединяла их ортодоксальная религиозность и то, что «все они ненавидели евреев» (Twain M. *Stirring Times in Austria* / M. Twain // *Harpers New Monthly Magazine*. – 1883, March. – P. 533).

¹⁰⁷⁷ Усреднённые темпы роста ВВП на душу населения составляли в 0,5% в 1830–1860-е годы и 1,0% в 1860–1913 гг. (в Российской империи – 0,2% и 1,1%; Германии – 1,2% и 1,4%; Франции – 1,3% и 1,2%; Англии – 1,6% и 1,0%). Темпы роста производства промышленной продукции (на душу населения) составляли 2,2% с 1851 по

Франции темп экономического роста к началу XX века стал замедляться, в Австро-Венгрии он вырос в два раза, хотя и не так динамично, как в России (в 5,5 раза). По причине значительной неравномерности развития Австро-Венгриию никогда не относили к группе стран со стабильными темпами роста, а сравнивали обычно с Италией и Россией¹⁰⁷⁸.

После начала оживления середины 1880-х в развитии промышленности и финансовой системы Австро-Венгрии основным промышленным регионом стала Богемия¹⁰⁷⁹, опередив Австрию – на чешских землях было сосредоточено 56% промышленной рабочей силы и производилось 75% продукции¹⁰⁸⁰. В начале XX века усилились процессы картелизации промышленности – основной картель объединил металлургические предприятия¹⁰⁸¹. Вторым по значимости был картель, связанный с производством сахара.

Многие частные банкирские дома, ранее игравшие важную роль в Австро-Венгрии, после кризиса 1873 г., особенно болезненного в Австро-Венгрии, были поглощены крупными банками, и только венский банкирский дом Соломона Ротшильда сохранил своё прежнее значение. Развитие системы акционерных банков после 1873 г. также замедлилось – банки проявляли осторожность и кредитовали только наиболее успешные и надёжные предприятия.

1865 г.; 4,09% с 1865 по 1885 г.; 3,42% с 1885 по 1911 г. (Good D. Modern Economic Growth in the Habsburg Monarchy / D. Good // Economic Development in the Habsburg Monarchy and in the Successor States. Essays. Edited by John Komlos. – New York: Columbia University Press, 1990. – P. 201).

¹⁰⁷⁸ Неравномерность в развитии экономики Австро-Венгрии хорошо проявилась в динамике средних годовых темпов экономического роста – 4,9% в 1880–1890 гг.; 3,4% в 1890–1900 гг.; 2,8% – 1900–1913 гг. (во время очередного бума в 1903–1907 гг. темпы экономического роста достигли наивысшей отметки – 6,3%).

¹⁰⁷⁹ Кроме Богемии, промышленными регионами Австро-Венгрии были Нижняя Австрия и Моравия.

¹⁰⁸⁰ Во время промышленного бума 1904–1907 гг. быстрее всего развивались военный завод Эмиля Шкоды и пражская железнодорожная компания Карла Витгенштейна.

¹⁰⁸¹ В металлургическом синдикате «принимала участие правительственная железная дорога (Staats Bahn), владевшая 18% [акций] в венгерской группе синдиката». Распад синдиката начался с того, что «эта железная дорога заявила о своём выходе из него. Непосредственно вслед за этим возникли недоразумения между австрийской и венгерской группами синдиката», приведшие вначале к разрыву между этими группами, а затем и к распадению самих групп. После этого между австро-венгерскими металлургическими предприятиями началась усиленная конкурентная борьба, и «конкуренция приняла такие размеры, что некоторые из венгерских заводов оказались вынужденными приостановить производство» (Распадение австро-венгерского железодельного синдиката // Киевлянин. – 1900. – № 312. – С. 3. – Кол. 3).

В это время затормозилось и акционерное учредительство – на создание акционерных компаний налагались ограничения (преимущественно налогового характера), действовавшие до 1899 г. И хотя в Австро-Венгрии «грюндерский крах» был сопоставим по своим масштабам с кризисом 1873 г. в Германии, ограничения на создание акционерных компаний в Австро-Венгрии были гораздо большими – в 1907 году в Германии было в восемь раз больше акционерных обществ (в России – в три раза больше), чем в Австрии. Повлияло это и на рынок акций в Австро-Венгрии – в 1910 г. промышленные (в том числе железнодорожные) акции составляли только 2,3% от всех выпусков ценных бумаг (по сравнению с 63% в Англии и 29% в Германии, около 20% в Италии и Румынии, 16% во Франции). К тому же, средняя доходность акций в Австро-Венгрии редко превышала 5%¹⁰⁸², а это было сопоставимо с доходностью практически лишённых рисков государственных облигаций.

До нового «грюндерского бума» в 1904–1912 гг. повышенное значение имели сберегательные банки, менее пострадавшие в 1873 году. Концентрация банковского капитала была весьма значительной (на девять основных венских банков приходилась половина всего капитала акционерных банков в 1900 году и две трети – в 1913 году)¹⁰⁸³.

Для банковской системы Австро-Венгрии, как и в соседней Германии, характерной особенностью была тесная связь банков с промышленными предприятиями. Универсальные банки (Universalbanken, первым из которых стал бельгийский Societe Generale, начавший работу ещё в 1830-е годы), аккумулировали краткосрочные депозиты, предоставляя долгосрочные кредиты (Kontokorrentkredit) промышленным предприятиям, будучи при этом владельцами крупных пакетов акций этих предприятий. Такая модель финансирования в Австро-Венгрии преобладала.

Венская биржа была основным центром операций с ценными бумагами, однако после кризиса 1873 г. работа биржи была деста-

¹⁰⁸² О новой системе статистики доходности акционерных товариществ // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1901. – № 47. – С. 359–360.

¹⁰⁸³ У десяти крупнейших венских банков в 1896 году было 34 отделения во всех частях империи, в 1905 г. – 92 отделения. Конкурировали с венскими банками банки Богемии – у одного из наибольших, Sporobanka, в 1913 году были отделения в Вене, Будапеште, Брно, Кракове, Львове и Черновцах. Общий рост банковских капиталов также был весьма значительным – от 2970,0 млн крон в 1880 г. до 16 432,9 в 1912 г. Краткосрочные кредиты составляли 45% в 1880 г. и 48% в 1895 г. Затем, после кризиса 1895 г., их доля снизилась до 42% и снова выросла до 55% в 1912 г.

билизирована, и около половины акций исчезли из листинга, так как недоверие к этим бумагам было слишком велико. Кроме Венской биржи, основного центра операций с ценными бумагами, заметную роль играли также Пражская и Будапештская биржи. В послекризисное время в операциях с ценными бумагами на этих биржах также преобладали облигации, акции были представлены значительно меньше.

Именно в это время произошла переориентация индивидуальных инвесторов из обеспеченного среднего класса (а в Австро-Венгрии прослойка таких инвесторов была достаточно велика) с рынка акций на облигационный рынок. Иностранные ценные бумаги на австро-венгерских биржах в целом были мало распространены¹⁰⁸⁴.

Количество посетителей биржи, с 1856 по 1873 г. выросшее с 1377 до 2941, затем начало сокращаться до 1557 в 1895 г. и 1037 в 1900 г. «Наряду со столь значительным количественным сокращением состава биржевых посетителей, произошло и не меньшее качественное ухудшение... Крупные коммерсанты и промышленники, не желая попасть в число профессиональных фондовых торговцев согласно правилам биржевого налога, почти совершенно перестали посещать биржу». После этого большую часть посетителей биржи «всё больше составляют обедневшие люди», которые не имеют возможности из-за их многолетней деятельности на бирже «подыскать себе новое занятие». Такой специфический состав биржи «лишает её возможности выполнять лежащие на ней важные экономические задачи»¹⁰⁸⁵.

¹⁰⁸⁴ По данным 1912 г., на Лондонской бирже доля иностранных облигаций достигала 48%, на Парижской – 55%, на Берлинской – 5,6%, а на Венской бирже – только 0,7% (Wurm S. The Development of Austrian Financial Institutions in Central, Eastern and South-Eastern Europe / S. Wurm. Comparative European Economic History Studies Working Paper Series Number 31. November 2006. – Vienna: University of Applied Sciences of Vienna, 2006. – P. 28. – http://www.econbiz.de/archiv1/2009/97031_development_financial_institutions.pdf).

¹⁰⁸⁵ Деятельность биржевых посредников «ввиду всего вышесказанного почти совершенно прекратилась, и рынок вновь пришёл в то первобытное состояние, когда для регулировки спроса и предложения имели значение только соответствующие требования в данный момент. Вследствие этого курсы бумаг подвержены резким колебаниям, так что о нормальном ходе биржевой деятельности не может быть и речи». «Упадок деятельности» на Венской бирже в 1900 г., «принявший за последнее время почти хронический характер, вызвал представление Венской биржевой палатой соответствующей докладной записки австрийским министрам финансов и юстиции. Упадок биржевой деятельности вызывается, по мнению палаты, не только строгостью податного обложения биржевых сделок, но и недостаточной судебной защитой биржевых операций, которые отождествляются судами, по видимому

Особенно сильным был упадок на бирже во время кризиса 1900 г. Снижение курсов всех ценных бумаг имело такие размеры, что это воспринималось как «нечто совершенно новое для нынешнего поколения. Собственно говоря, нет даже одного падения, а... почти непрерывный ряд чередующихся падений». И только биржа успеет успокоиться, как «на другой же день начинается новое падение. Понижения бумаг происходят от того, что на рынке нет покупателей», хотя «предложение бумаг минимальное». Ценные бумаги попадают по большей части в руки временного владельца, который на следующий же день старается их снова продать. «Движимые ценности стало в настоящее время труднее реализовать, чем недвижимые. Дом легче продать, чем партию каких-либо акций». Попадающие на рынок бумаги «продаются банками за счёт своих клиентов, с которыми они хотят окончить биржевые расчёты», так как «комиссионеры все без исключения» утверждают, что реальные поручения их клиентов по приобретению бумаг «ничтожны»¹⁰⁸⁶.

Эта же проблема отмечалась, когда начался спад 1913 г. «Несмотря на быстрый экономический прогресс и упорядочение эмиссионного дела», в Австро-Венгрии «свободных капиталов... нет» из-за «узкой емкости венского денежного рынка». «Глубокая финансовая депрессия перешла в острый промышленный кризис и сковала всю страну, сдавив как частные, так и государственные финансы Австро-Венгрии. Денежный голод даёт себя знать повсюду – на бирже, в частных банках, государственных сберегательных кассах, государственном казначействе, Австро-Венгерском банке»¹⁰⁸⁷.

вследствие малого знакомства с предметом, с азартными играми» (Австро-Венгрия // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1900. – № 43. – С. 187).

¹⁰⁸⁶ Международное падение курсов // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1901. – № 27. – С. 43.

¹⁰⁸⁷ «Отсутствие свободной наличности было так ощутимо, что австро-венгерское правительство по телеграфу поспешило заключить краткосрочный и невыгодный заём в 125 млн крон в Нью-Йорке, и реализация капитала обошлась в 7%». Подобные облигациям государственные бонны с прибыльностью 4,5% сроком 12 и 24 месяца были размещены нью-йоркскими банкирами, скупившими их по 97%. «На таких же невыгодных условиях» был заключён и следующий австро-венгерский заём на 125 млн крон, организованный банковской группой Ротшильда из Вены. Столь невыгодные условия займов объяснялись тем, что австро-венгерский эмиссионный банк не мог оказать реальную финансовую помощь государству, так как сам «переживал... очень стеснённый период». Хотя денежное обращение банка за 1912 год выросло на 658 млн крон, а портфель ценных бумаг увеличился на 340 млн крон, золотой запас банка снизился на 119 млн руб., составляя всего 58,2% бумажного

В 1913 году предприниматели в Вене были готовы платить в частных банках 9–10 и даже 12% за кредит, «но не всегда могли найти необходимый кредит даже на таких условиях». А когда распространились слухи о возможной «реквизиции вкладов сберегательных касс на нужды войны», они вызвали в Австро-Венгрии «чудовищную панику и массовый отлив вкладов». По данным Австро-Венгерского банка, только лишь за сентябрь и октябрь 1913 г. сумма изъятия вкладов достигла 300 млн крон и, вероятно, «цифра эта значительно ниже действительной». Панику усиливало то, что «вкладчики не всегда могли получить обратно свой вклад» и им приходилось достаточно долго ждать. «Фонды австрийских сберегательных касс помещены в таких ценных бумагах», что для их реализации даже в нормальных условиях «требуется продолжительное время, а в периоды кризисов эти бумаги почти совершенно иммобилизованы»¹⁰⁸⁸. Общая паника привела к тому, что в 1913 г. все бумаги понизились в цене (государственные облигации Австро-Венгрии – на 4%, облигации железных дорог – на 3,5%, акции промышленных предприятий – на 15–20%). Реальные потери инвесторов от снижения курсов были, вероятно, ещё большими.

Банковская модель финансирования

В эволюции банковской модели финансирования экономического роста в Австро-Венгрии было несколько этапов. В первой половине XIX в. основное значение как источник инвестиционного капитала имели частные банкирские дома, обычно не занимавшиеся финансированием промышленности. С середины века частные банкирские дома утратили своё значение, им на смену пришли акционерные банки, финансировавшие в первую очередь строительство железных дорог, а также промышленные предприятия. После

обращения вместо 70% в 1911 году (Переяславский Ю. Австрийская политика и австрийские финансы / Ю. Переяславский // Новый экономист. – 1913. – № 45. – С. 12–15).

¹⁰⁸⁸ Так, в одной из крупнейших сберегательных касс из 540 млн вкладов 131 млн были вложены в различные процентные бумаги, 47 млн выданы в виде авансов под процентные бумаги (выдавалось до 70% номинальной стоимости бумаг), а 324 были вложены в ипотечное кредитование. Задержка при выдаче вкладов была в такой ситуации вполне естественна, но эта задержка только усиливала общую панику и сберегательные кассы вкладчиками «брались приступом» (Переяславский Ю. Австрийская политика и австрийские финансы / Ю. Переяславский // Новый экономист. – 1913. – № 45. – С. 12–15).

кризиса 1873 г. интерес банков к финансированию промышленности значительно ослабел, так как во время большинство банков понесли значительные убытки (кроме таких крупных, как Credit-Anstalt и Anglo-Oesterreichische bank). С началом нового промышленного подъёма в 1880-е годы банки снова начали финансировать промышленные предприятия, в частности, связанные с производством сахара¹⁰⁸⁹.

После окончания кризиса 1900 г. в Австро-Венгрии был длительный период экономического подъёма и стабильности, длившийся до Первой мировой войны. Это были «старые добрые времена», которые ассоциировались с правлением императора Франца Иосифа и потом вспоминались с ностальгией. Но и в эти «добрые времена» экономика Австро-Венгрии оставалась преимущественно аграрной (в сельскохозяйственном секторе было занято 70% рабочей силы, в то время как в Германии – лишь 35%). Вторая промышленная революция, развитие химической, электротехнической и автомобильной промышленности коснулись Австро-Венгрии незначительно, и к началу XX века на её долю приходилось всего лишь 6% общеевропейской промышленной продукции¹⁰⁹⁰. В эти годы интерес австро-венгерских банков к финансированию промышленности устойчиво рос и сформировалась наиболее тесная связь между банками и промышленными предприятиями подобно тому, как это было в Германии¹⁰⁹¹.

Иностранные капиталы в Австро-Венгрии

Австро-Венгерская империя традиционно была реципиентом иностранного капитала, поступавшего до кризиса 1873 года преимущественно из Амстердама, Брюсселя, Парижа и Франкфурта. Уже тогда в Австро-Венгрию было вложено около 1 млрд марок немецких капиталов¹⁰⁹², а с начала XX в. немецкие капиталы доми-

¹⁰⁸⁹ В Австро-Венгрии «сахарный бум» отмечался в начале 1880-х, но он был прерван мировым «сахарным кризисом» 1884 г., вызванным перепроизводством сахара во многих странах, что привело к снижению цены на сахар в 2 раза, закрытию ряда предприятий и стагнации на мировом сахарном рынке.

¹⁰⁹⁰ Шимов Я. Австро-Венгерская империя / Я. Шимов. – М.: Эксмо, 2003. – С. 309.

¹⁰⁹¹ Так, в машиностроение (развивавшееся преимущественно в Чехии) с 1880 г. было вложено 8,8 млн крон в пять крупнейших акционерных компаний, в 1914 г. – 133 млн крон в 19 крупнейших акционерных компаний.

¹⁰⁹² Komlos J. Financial Innovations and the Demand for Money in Austria-Hungary, 1867–1913 / J. Komlos // Economic Development in the Habsburg Monarchy and in the

нировали. Все основные инновации, как промышленные, так и финансовые, поддерживались постоянным поступлением иностранных инвестиций.

Общая сумма иностранных капиталов, вложенных в Австро-Венгрию (преимущественно через приобретение облигаций государственных займов) достигала 6,35 млрд крон, хотя объём прямых иностранных инвестиций был значительно меньше. Совокупная стоимость всех австрийских и венгерских ценных бумаг (включая государственные), размещённых в других странах и находящихся во владении зарубежных инвесторов, достигала 9,8 млрд крон – 0,4 млрд фунтов по курсам 1913 г.

Иностранные инвесторы вкладывали свои капиталы преимущественно в железнодорожные ценные бумаги. В Австро-Венгрии 85% железнодорожных облигаций принадлежали в конце XIX в. государству. Из негосударственных владельцев железнодорожных ценных бумаг 75% составляли иностранные инвесторы. Основное значение среди иностранных инвесторов, вложивших свои капиталы в железные дороги Австро-Венгрии, имели немецкие банки, их основным конкурентом были французские инвесторы. На немецком рынке иностранных ценных бумаг австро-венгерские облигации и акции лидировали, превосходя по своему объёму ценные бумаги США и России¹⁰⁹³.

Суммарная стоимость всех австро-венгерских ценных бумаг достигла в 1901 г. 19 600 млн крон (в 1912 г. – 24 900 млн). Из них иностранным владельцам принадлежало в 1901 г. 35% (в 1912 г. 24%). Большинство из этих ценных бумаг составляли государственные облигации и они не были связаны с инвестициями в промышленность. Облигации железных дорог составляли 15% (из них 75% принадлежало иностранным владельцам), банковские и страховые ценные – 0,8% (20% были у иностранных инвесторов), промышленные акции – лишь 0,5% всех ценных бумаг (в иностранном владении было 12%). Эти цифры показывают, что в целом ино-

Successor States. Essays. Edited by John Komlos. – New York: Columbia University Press, 1990. – P. 115–121.

¹⁰⁹³ Наибольший интерес к ценным бумагам железных дорог Австро-Венгрии проявлял связанный с Ротшильдами Darmstadt Bank – в 1863 г. он дважды приобретал крупные пакеты ценных бумаг галицийской железной дороги Карла-Людвига на 6 и 5 млн гульденов, а в 1867 г. – акции и облигации железной дороги Франца-Иосифа. А входивший в консорциум Ротшильдов банк Disconto-Gesellschaft приобрёл 5% облигации Австро-Венгерской государственной дороги и Венгерской восточной дороги (Туполев Б. М. Экспансия германского империализма в юго-восточной Европе в конце XIX – начале XX в. / Б. М. Туполев. – М.: Наука, 1970. – С. 60, 65).

странные инвестиции в промышленность Австро-Венгрии не были значительными¹⁰⁹⁴.

В конце XIX века всеобщее внимание привлекло начало добычи нефти в Галиции, наиболее восточной провинции Австро-Венгерской империи. По объёму добычи нефти в начале XX в. этот регион был на пятом месте в мире. В Галицию устремились иностранные капиталы, и во Львове, её столице, начался акционерный бум. За короткое время возникло более полусотни нефтяных компаний, от мелких до крупных концернов. В большинство из них были вложены иностранные капиталы – австрийские, немецкие, английские, французские, а также американские. Нефтяной бум в Галиции стал настоящим бумом со всеми его характерными чертами – обилием всевозможных авантюристов, учредительской горячкой и неизбежными банкротствами¹⁰⁹⁵.

В начале XX в. за счёт концентрации банковских капиталов финансовые активы Австро-Венгрии увеличились в целом почти в два раза, и это несколько активизировало инвестиции в промышленность (объём вложенного капитала достиг 13% ВВП). Австро-Венгерские банки не только использовали свои капиталы для создания новых промышленных предприятий, но и в 1914 г. в результате совместных усилий десяти крупнейших банков создали *Österreichische Kontrollbank für Industrie und Handel* с целью финансирования и контроля деятельности крупных синдикатов, картелей и трестов.

Именно в Австро-Венгрии возникли одни из первых международных холдинговых компаний – в 1890 г. берлинский *Deutsche Bank* и венский *Wiener Bankverein* основали дочерний *Bank für Orientalische Eisenbahnen*, контролировавший балканские железные дороги, и стали владельцами большей части акций в австрийской компании, управлявшей построенными в Турции железными дорогами. Так и Австро-Венгрия начала выступать в роли реэкспортёра капитала по отношению к балканским странам – Болгарии, Сербии, Румынии. В Болгарии австрийские банки занимали лидирующее положение, а в Сербии и Румынии их значение было существенно меньшим, чем немецких и французских.

¹⁰⁹⁴ Rudolph R. L. *Banking and Industrialization in Austria-Hungary: The Role of Banks in the Industrialization of the Czech Crownlands, 1873–1914* / R. L. Rudolph. – Cambridge: Cambridge University Press, 2008. – P. 174–175, 178–179.

¹⁰⁹⁵ Подробнее см.: Мошенский С. З. Финансовые центры Украины и рынок ценных бумаг индустриальной эпохи / С. З. Мошенский. – London: Xlibris, 2014. – С. 194–203. – books.google.com.

Ещё более значительным был экспорт австро-венгерского капитала в Российскую империю¹⁰⁹⁶. Проникновение австрийского капитала в Россию началось ещё в 1830-е годы – австрийских инвесторов привлекало строительство железных дорог¹⁰⁹⁷. Это проникновение расширилось после заключения 2 сентября 1860 г. договора о торговле и мореплавании между Россией и Австрией, а также торговых соглашений Российской империи и Австро-Венгрии 1894 и 1906 гг.¹⁰⁹⁸ В общей сложности в XIX веке в Российской империи было основано 40 австрийских предприятий (немецких – 207, английских – 38, французских – 26)¹⁰⁹⁹.

¹⁰⁹⁶ Среди иностранных предпринимателей в Российской империи граждане Австро-Венгрии (20,1% в 1897 г.) были на втором месте после граждан Германии. Товарооборот между двумя странами вырос с 7,7 млн руб. до 55,5 млн в 1880 г. и 101 млн в 1913 г., а в 1906 году на Венской бирже были успешно размещены облигации внешнего займа, имевшие хороший спрос (Обзор внешней торговли России по европейской и азиатской границам за 1913 г. Ч. 1. – СПб.: Тип. М. П. Фролова, 1914. – С. III, 82).

¹⁰⁹⁷ В 1836 г. Франц Герстер, – вероятно, один из первых австрийских предпринимателей в России, – организовал акционерное общество для строительства железной дороги из Петербурга в Царское село. В 1845 г. было создано ещё одно акционерное общество с австрийским капиталом для строительства железной дороги из Варшавы (входившей тогда как столица Царства Польского в состав Российской империи) в Вену. А в 1865 г. австрийская акционерная компания венского банкира Оффенгейма получила концессию на постройку железной дороги Львов–Кишинёв–Одесса (Птицын А. Н. Австрийский капитал в России (середина XIX – начало XX века) / А. Н. Птицын. – <http://vestnik.stavsu.ru/59-2008/06.pdf>. – С. 47).

¹⁰⁹⁸ Сборник действующих трактатов, конвенция и соглашений, заключённых Россией с другими государствами. Т. 1. – СПб.: Тип. Тренке и Фюсно, 1902. – С. 95. В начале 1880-х годов австрийская акционерная компания, созданная венскими банкирами Оффенгаймом, Нешауэром и Зингером, получила концессию на строительство в Батумском порту нефтяного терминала («керосиновой станции»), через который шёл основной поток экспорта нефти из Российской империи (16% этой нефти вывозилось в Австро-Венгрию) (Скальковский А. Русский торговый флот и срочное пароходство на Чёрном и Азовском морях / А. Скальковский. – СПб.: Тип. А. С. Суворина, 1887. – С. 202).

¹⁰⁹⁹ Бовыкин В. И. Иностранное предпринимательство и заграничные инвестиции в России. Очерки / Бовыкин В. И. – М.: «Российская политическая энциклопедия», 1997. – С. 50. Среди отраслей промышленности, в которые вкладывались австрийские капиталы, следует отметить сталелитейную (акционерная компания «Сталелитейный завод Польдегютте», построившая во второй половине 1890-х годов два металлургических предприятия в Москве и Варшаве по производству высококачественной оружейной стали) (Сборник сведений о действующих в России акционерных обществах и товариществах на паях. – СПб.: Тип. В. Ф. Киршбаума, 1914. – С. 324–325). Ещё одним важным направлением инвестиций была мебельная промышленность. С конца XIX века Вена стала одним из мировых лидеров в производстве мебели, и одна из крупнейших мебельных компаний «Братя Тонет» имела фабрики в разных странах, в том числе одну фабрику в Российской империи (в Царстве Польском). В 1899 г. в Петербурге открыла свою фабрику другая австрийская компания

Когда в мире начались процессы финансовой глобализации, потоки капиталов, свободно (или почти свободно) текущие по миру, связали между собой различные страны, часто находящиеся на разных континентах, в единую финансовую систему. Это время стало для Российской империи периодом наибольшего экономического расцвета, прерванного Первой мировой войной и двумя революциями 1917 года. Либеральные реформы 1860-х годов, ставших для России эпохой многочисленных инноваций, а также расширение транспортной инфраструктуры (сети железных дорог и морских перевозок), распространение телеграфа и телефона обеспечили интеграцию России в общемировое экономическое пространство¹¹⁰⁰. Всё это способствовало обмену товарами, финансовыми потоками и людьми, расширяя участие Российской империи в глобализационных процессах.

Избыток капиталов в мире создавал потребность в выгодном их размещении, что стало основной причиной экспорта капиталов и возникновения устойчивых инвестиционных потоков, направленных из основных финансовых центров – Лондона, Парижа, Берлина – в развивающиеся страны (США, Канаду, Австралию, Аргентину, а также Россию и Японию), ценные бумаги которых обеспечивали большую прибыльность, чем государственные и корпоративные ценные бумаги «старых» индустриальных стран.

Англия оставалась основным финансовым центром мировой экономической системы, однако в зрелой британской экономике темпы экономического роста начали замедляться, и всё большее значение приобретал сервисный сектор, представленный главным образом сферой финансовых услуг. Британские инвестиции в европейские страны (в том числе в Российскую империю) всё более

– «Акционерное общество фабрики венской мебели Якова и Иосифа Кон» (Указатель действующих в империи акционерных предприятий и торговых домов. В 2 т. – СПб.: Изд. Э Верн, 1905. – Т. 1. – С. 147; Т. 2. – С. 563).

¹¹⁰⁰ Те страны, «которые могли преодолеть собственное нежелание и инерцию своих институтов», получали возможность «вступить в клуб» международного сообщества, пусть даже «ценой больших затрат». В 1860-е годы «такое решение, хотя и совершенно различными способами, приняли Япония и Россия» (Мокир Дж. Дары Афины. Исторические истоки экономики знаний / Дж. Мокир. – М.: Изд Института Гайдара, 2012. – С. 156).

снижались¹¹⁰¹, а Франция, Бельгия и Германия, догнав Англию по своему индустриальному потенциалу, вошли в группу стран – экспортёров капитала.

Для Российской империи основным источником капиталов стала Франция, и массовые французские инвестиции в тяжёлую промышленность определили общий экономический подъём конца XIX – начала XX века. На втором месте были бельгийские инвестиции, также преимущественно в угледобывающие и металлургические предприятия. Парижская и Брюссельская биржи стали основными рынками для российских ценных бумаг – на Парижской преобладали облигации внешних займов, а на Брюссельской – индустриальные акции и облигации российских компаний, созданных за счёт иностранных инвестиций.

Экономический рост

Накануне Первой мировой войны Петербург, космополитический город с населением около 1,7 млн человек, где «над Невой – посольства полумира» (О. Мандельштам), стал крупным финансовым центром (по крайней мере, среди стран – получателей иностранных инвестиций), и здесь перекрещивались многие финансовые потоки эпохи экспорта капитала. Кроме того, товарно-фондовые биржи были в шести городах империи – Москве, Киеве, Одессе, Харькове, Варшаве и Риге.

В Российскую империю были вложены огромные инвестиции, массово учреждались акционерные компании, формировался средний класс, на биржах обращалось большое количество ценных бумаг, а в основных финансовых центрах начал формироваться слой сервисной экономики, ориентированный прежде всего на финансовые услуги. Хотя этот слой по количеству вовлечённых в него людей был значительно меньше, чем в Англии или Франции, развивался он в русле тех же тенденций, а неформальные бизнес-

¹¹⁰¹ От 66% всех английских инвестиций в 1850 г. до 25% в 1870 г. и 5% в 1900 г. Вместо Европы основным направлением британских инвестиций стали США и колонии (Smith M. A History of the global stock market. From Ancient Rome to Silicon Valley / M. Smith. – Chicago: University of Chicago Press, 2004. – P. 87). Впрочем, несмотря на замедление экономического роста в Англии, британский рынок акций был наиболее развит (14% всех активов на рынке ценных бумаг). В США этот показатель достигал 12,5%, во Франции – 5,1%, в Германии – 3,2%, в России – 2,1% (Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006. – P. 84, 120, 126. – Table 5.1).

сети российских предпринимателей мало в чём уступали британским или французским сетям. Так Российская империя с её рынком ценных бумаг стала участницей начавшихся процессов финансовой глобализации, подобно остальным реципиентам инвестиций – Австралии, Канаде, Японии и др.

По особенностям экономической и финансовой систем, и особенно по быстрым темпам роста Российская империя чем-то напоминала Германию, хотя были и существенные отличия. В Германии не только индустриализация продвинулась гораздо дальше, но и бюрократия была гораздо более эффективна чем в России, хотя в мирное время несовершенство российской бюрократии не представляло никакой угрозы для царской власти¹¹⁰².

Темпы роста экономики Российской империи «были относительно высоки с точки зрения мировых стандартов конца XIX – начала XX века. Россия принадлежала к группе стран с наиболее быстроразвивающейся экономикой, таких как США, Япония и Швеция»¹¹⁰³, а с 1880 года промышленный рост России был самым быстрым в Европе. К 1914 г. общая стоимость всех ценных бумаг, обращавшихся в Российской империи, достигла по разным оценкам 13–15 млрд руб. (6,8–7,7 млрд долларов)¹¹⁰⁴, и по этому показателю Российская империя занимала пятое место после Германии, опережая Австро-Венгрию и Японию. «Чистый национальный продукт» (близкий к ВВП) Российской империи в 1913 г. достиг 20 266 млн руб. (118,5 руб. на душу населения)¹¹⁰⁵.

Расцвет рынка ценных бумаг

Капитализация всего рынка ценных бумаг составляла 62,31%, рынка долговых инструментов – 43,4%, рынка акций – 18,8%. По капитализации рынка акций в 1913 г. Российская империя занима-

¹¹⁰² Nonn C. Bismarck. Ein Preube und sein Jahrhundert / C. Nonn. – Munchen: C. H. Beck Verlag, 2015. – S. 336–337.

¹¹⁰³ Gregory P. Russian National Income, 1885–1913 / Gregory P. – N. Y.: Cambridge University Press, 2004. – P. 192.

¹¹⁰⁴ Левин И. И. Петербургская биржа в 1899–1912 гг. и дивидендные ценности (Материалы для исследования) / И. И. Левин // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1914. – Т. 1. – № 3. – С. 607.

¹¹⁰⁵ Грегори П. Экономический рост Российской империи (конец XIX – начало XX в.): Новые подсчёты и оценки / П. Грегори. – М.: Российская политическая энциклопедия (РОССПЭН), 2003. – С. 237. О расчётах ВВП других авторов см. там же. – С. 243. Подробнее см.: Gregory P. Russian National Income, 1885–1913 / Gregory P. – N. Y.: Cambridge University Press, 2004. – P. 57, 59, 66.

ла девятое место, опережая Аргентину (17%) и Норвегию (16%), в то же время значительно отставая от США (39%), Австралии (39%), Германии (44%), Японии (49%), Канады (74%), Австро-Венгрии (76%), Франции (78%), Англии (109%)¹¹⁰⁶.

Российские ценные бумаги перед началом Первой мировой войны котировались на большинстве основных мировых бирж (в Англии, Франции, Голландии, США, Германии, Бельгии, Австро-Венгрии и др.). Основным центром притяжения для российских ценных бумаг была Парижская биржа, что объяснялось российско-французским политическим альянсом и финансовым сближением двух стран, а для горнодобывающих и металлургических предприятий на востоке Украины – Брюссельская. Ценные бумаги нефтяных и золотодобывающих компаний тяготели к Лондонской бирже. Особенно популярными на мировых биржах были российские государственные ценные бумаги, по распространённости занимавшие второе место после итальянских рент¹¹⁰⁷. Спрос на российские государственные облигации объяснялся их надёжностью – российская валюта считалась одной из самых стабильных в мире, так как по размеру золотого запаса (1312 т в 1913 г.) Государственный банк Российской империи занимал в мире третье место после США и Франции. Акции российских промышленных и торговых предприятий в начале XX века также были распространены на мировых биржах – на Петербургской бирже в 1913 г. котировались акции 295 российских предприятий, на Лондонской – 79, Парижской – 71, Брюссельской – 66, Берлинской – 35, Амстердамской – 7¹¹⁰⁸. Российский рынок ценных бумаг на рубеже XIX – XX века стал одним из наиболее ликвидных и привлекательных в Европе, а объём ценных бумаг в собственности коммерческих банков только с 1908 по

¹¹⁰⁶ Rajan R. The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century / R. Rajan, L. Zingales // Journal of Financial Economics. – 2003. – Vol. 69. – P. 15. – Table 3.

¹¹⁰⁷ Английские государственные облигации (consols), кроме британских бирж, котировались лишь в Париже, французские облигации – только на территории Франции, поскольку эти облигации имели более низкую доходность, а инвестиционной базы Англии и Франции в начале XX века вполне хватало для обращения этих облигаций.

¹¹⁰⁸ Лизунов П. В. Русские ценные бумаги на российских и европейских фондовых биржах (конец XIX – начало XX века) / П. В. Лизунов // Экономическая история. Ежегодник. 2001. – М.: Изд-во МГУ, 2002. – Сноска 36. – www.hist.msu.ru/Banks/papers/lizunov1.

1912 г. возрос более чем в два раза – со 119 млн руб. до 292 млн руб.¹¹⁰⁹

Однако в дальнейшем многие из стран – реципиентов инвестиций (США, Япония и др.) стали самостоятельными и весьма влиятельными участниками мирового рынка ценных бумаг, превратившись из получателей инвестиционного капитала в его источник. Превратить же Российскую империю (где развитие рынка ценных бумаг прервалось в 1917 году) в один из финансовых центров мировых экономической и финансовой систем (подобный Голландии или Германии, не говоря уже об Англии и Франции) так и не удалось – несмотря на размеры империи и её природные ресурсы (в том числе запасы золота), значительно превосходящие размеры и ресурсы европейских стран, а также полвека быстрого роста экономики и рынка ценных бумаг.

Перед началом Первой мировой войны, в период наивысшего развития российского рынка ценных бумаг, по капитализации рынка акций он заметно отставал не только от основных лидеров (Англии, Франции, Германии, США), но и от Австро-Венгрии, и от Японии, лишь недавно вступившей на путь модернизации и промышленного развития. Из общей же стоимости всех ценных бумаг на мировом рынке (32,6 млрд фунтов), которыми владело около 20 млн инвесторов, английским принадлежало 24%, американским – 21%, французским – 18%, немецким – 16%, российским же – всего лишь 5%¹¹¹⁰. Причины такого отставания были связаны и с многовековой традицией повышенной централизации государственного управления экономикой, и с чрезмерным влиянием иностранных капиталов, и со слабым развитием процессов демократизации рынка и слоя индивидуальных инвесторов.

И всё же быстрый рост российского рынка ценных бумаг был заметным успехом, особенно если вспомнить, что этот рынок развивался лишь с 1860-х годов – немногим больше пятидесяти лет. Эпоху, о которой идёт речь, можно назвать «финансовым ренессансом» – возрождением давних традиций русского предпринимательства, сложившихся когда-то в торговых республиках Новгорода и Пскова. Традиции предпринимательства снова ожили в конце XIX – начале XX века, и особенно во времена С. Ю. Витте (министра финансов, затем – премьер-министра Российской империи),

¹¹⁰⁹ Тьерри Э. Экономическое преобразование России / Э. Тьерри. – М.: РОССПЭН, 2008. – С. 181. – Табл. 13.

¹¹¹⁰ Michie R. The London Stock Exchange / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2004. – P. 4.

деятельность которого стала целой эпохой. Эпохой неоднозначной, но, как бы там ни было, – яркой.

Экономический подъём происходил за счёт быстрого роста иностранных инвестиций¹¹¹¹, ставшего возможным благодаря последовательной политике С. Ю. Витте, бывшего министром финансов с 1892 по 1903 г. – сторонника привлечения иностранных капиталов и одного из основных инициаторов экономической модернизации¹¹¹². Витте считал, что в России следует как можно быстрее проводить реформы, так как они имеют тенденцию тормозиться и не реализовываться. «Витте – самая крупная правительственная фигура в России последних десятилетий... всесильный когда-то министр финансов, влияние которого выходило далеко за пределы его ведомства... стоял на рубеже старой и новой России» и с его именем была связана «целая эпоха... финансовой и экономической истории». Одним из главных принципов финансово-экономической политики Витте была «европеизация русской экономической жизни», и Витте насаждал в России «западноевропейский промышленный капитализм», воплощая это в жизнь с «настойчивостью и талантом, каких не обнаружил ни один из его предшественников»¹¹¹³.

Подъёмы и спады конца XIX – начала XX в. на российском рынке ценных бумаг

Последствия кризиса 1873 г. (наиболее проявившегося в Российской империи в 1875 г.) и длительного экономического спада во всех странах ощущались на протяжении всего десятилетия 1880-х годов. В начале 1890-х годов на Петербургской бирже продолжался спад активности. «Слова... безумная игра, бешеная горячка, разыгравшиеся страсти... представляются по отношению к операциям на нашей бирже просто смехотворными, ибо ничего подобного

¹¹¹¹ В 1870–1913 гг. в Российскую империю было направлено 3,4% всех британских инвестиций (в США – 20,5%; Индию – 7,8%); 25,1% французских (значительно больше, чем в другие страны); 7,7% немецких (в США – 15,7%; Австро-Венгрию – 12,8%) (Кембриджская экономическая история Европы Нового и Новейшего времени. В 2 т. Т. 2. 1870 – наши дни / Пер. с англ. Н. Эдельмана. – М.: Изд-во Ин-та Гайдара, 2013. – С. 25).

¹¹¹² Подробнее о Витте см.: Мошенский С. З. Рынок ценных бумаг Российской империи. – Москва: «Экономика», 2014. – С. 87–91. – <https://books.google.com>.

¹¹¹³ Юровский Л. Н. Финансовая и экономическая политика графа Витте / Л. Н. Юровский // Русские ведомости. – 1915. – 1 марта. – № 49. – С. 4.

у нас в действительности не происходит... и нашу биржу можно скорее упрекнуть в спячке»¹¹¹⁴. На бирже царил застой, и приближающемуся спекулятивному буму 1894–1895 гг. предшествовало в 1893 г. вялое состояние рынка ценных бумаг.

Однако вскоре биржевое настроение стало меняться и курсы большинства акций с начала 1894 г. по 1895 г. выросли почти в два раза. Спросом пользовались практически все акции, независимо от вида деятельности компаний. Особенно сильный размах биржевая игра приобрела в 1895 г., когда «всеми, игравшими на дивидендные бумаги, наживались большие деньги», а в Петербурге начался «расцвет жизни... биржевые дельцы заседали в известных ресторанах и вели оживлённые толки о бирже и спекуляции». «Играющая публика, избалованная успехами... почувствовала самоуверенность... Ещё вчера человек был робок и не умел отличить акции от облигации... на другой день он обсуждал биржевые явления с видом знатока»¹¹¹⁵. «Произошла полная перемена биржевого настроения... Страсть к биржевой игре охватила обширные круги общества... биржа не могла вместить всех желавших принять участие в биржевой вакханалии, и некоторые модные рестораны гостеприимно открыли свои двери для биржевых игроков, для которых на официальной бирже не находилось места. Всякий петербуржец легко мог убедиться без помощи каких бы то ни было таблиц в быстром развитии биржевой игры»¹¹¹⁶.

Общее повышение на рынке вовлекло в биржевые операции массу посторонней публики, действовавшей при помощи банковских контор и банков. Бумаги покупались по онкольным кредитам в основном с целью биржевой игры, без учёта их реальной доходности или состояния предприятий.

Под влиянием слухов о возможности разбогатеть, распускавшихся биржевыми игроками, «публика... с жадностью бросалась

¹¹¹⁴ Студентский М. С. Биржа, спекуляция и игра / М. С. Студентский. – СПб., 1892. – С. 151–152.

¹¹¹⁵ Судейкин В. Т. Биржевая игра на Петербургской бирже. Её причины и последствия (из «Журнала юридического общества», декабрь, 1897) / В. Т. Судейкин. – СПб.: Тип. Сената, 1897. – С. 20.

¹¹¹⁶ «Достаточно было пройти мимо здания Петербургской биржи, вокруг которой в начале 90-х годов не замечалось никакого движения и площадь перед которой представляла собой подобие пустыни, и посмотреть на нескончаемый ряд экипажей, которые теперь стоят у подъезда биржи в часы биржевых собраний, чтобы убедиться в прошедшей перемене (Туган-Барановский М. И. Русская фабрика в прошлом и настоящем: историко-экономическое исследование / М. И. Туган-Барановский. – В 2 т. Т. 1. – СПб., 1907. – С. 349.

на покупку особенно ходких бумаг», а ранее скупившие их биржевые дельцы продавали их с большой выгодой для себя, после чего, «нажив хорошие деньги на одной бумаге, переходили к другой и быстро делали и её предметом такой же необузданной биржевой игры»¹¹¹⁷.

Оживление на рынках ценных бумаг происходило в середине 1895 г. не только в Петербурге и в Москве, но и на биржах в Варшаве, Риге, Киеве, Харькове и Одессе. Биржевой бум привлёк «жадную до денег пёструю, разношерстную публику, начиная от швейцаров, гробовщиков, и кончая сановниками»¹¹¹⁸, и эта масса новых на рынке ценных бумаг инвесторов принесла с собой значительные средства, до того бывшие замороженными в форме наличных сбережений.

Поводом для такого расцвета биржевой спекуляции стало понижение процентов по государственным облигациям в результате конверсии займов и перехода от 5% к 4–3,5% бумагам. Доходы инвесторов по государственным бумагам снизились, и это подтолкнуло многих из них обратиться к дивидендным бумагам. Подобная ситуация была на российских биржах в середине 1850-х годов, когда снижение процента по депозитным вкладам стало толчком к первому биржевому буму.

Биржевой бум, подкрепляемый доступностью онкольного кредита, раздул спекулятивный пузырь на рынке ценных бумаг – стоимость бумаг, обращавшихся на Петербургской бирже, возросла до 1147 млн руб., «приблизительно 1/3 из них была заложена в банках»¹¹¹⁹ и увеличение массы ценных бумаг на рынке усиливало его нестабильность. Игра на повышение продолжалась на бирже до второй половины 1895 г.

Результаты чрезмерного повышения курсов не заставили себя ждать – искусственно созданный спрос прекратился, и в конце августа 1895 г. «наступила реакция со всеми её отрицательными последствиями»¹¹²⁰. После максимального бума на рынке ценных бу-

¹¹¹⁷ Судейкин В. Т. Биржевая игра на Петербургской бирже. Её причины и последствия (из «Журнала юридического общества», декабрь, 1897) / В. Т. Судейкин. – СПб.: Тип. Сената, 1897. – С. 15.

¹¹¹⁸ Старый профессор. Кризис денежного рынка 1899 г. и политика банков // Народное хозяйство. – 1900. – № 3. – С. 5.

¹¹¹⁹ Тимофеев А. Г. История С.-Петербургской биржи. История биржевого законодательства, устройства и деятельности учреждений С.-Петербургской биржи / А. Г. Тимофеев. – СПб.: Тип. «Труд», 1903. – С. 146.

¹¹²⁰ Барк П. Л. Обзор финансовых и биржевых кризисов в России с 1894 по 1914 г. / П. Л. Барк // Бородин Л. И., Коновалова А. В. Российский фондовый рынок в нача-

маг их курсы на Петербургской бирже (а вслед за ней и на остальных фондовых биржах) начали быстро понижаться¹¹²¹. Толчком к спаду на рынке ценных бумаг стало снижение курсов российских акций на Парижской бирже, после чего и на Петербургской бирже началась паника. Те, кто сумел вовремя выйти из биржевой игры, остались с хорошим доходом; а те, кто не почувствовал приближения опасности, стали жертвами биржевого краха.

Впрочем, кризис осени 1895 г. был сугубо биржевым и продолжался недолго. К этому времени на ведущих мировых биржах подъёмы и биржевые кризисы стали вполне привычным явлением, однако в 1895 г. Петербургская биржа ещё значительно уступала по количеству находившихся в обращении ценных бумаг (оно не превышало 350 наименований, в то время как на Парижской – 820, Берлинской – 1400, Лондонской – 2500)¹¹²², и каждый очередной кризис был событием.

Вскоре, в 1896 г. в мировой экономике началось общее оживление. На европейских биржах повысился спрос на российские облигации государственных займов, и в 1895–1898 гг. эти бумаги переживали свой расцвет. Котировка российских 3% займов временами превышала котировку немецких, а 3,5% закладные листы Дворянского банка реализовывались по курсу 98% номинала, «о чём раньше немислимо было даже мечтать»¹¹²³. В самой же Российской империи быстро рос интерес к дивидендным бумагам, «к которым русские капиталисты и русская публика, получавшие прежде высокий процент по государственным бумагам, боялись раньше прикоснуться»¹¹²⁴.

В августе 1897 г. была проведена денежная реформа. Все находящиеся в обращении банкноты обеспечивались золотым запасом, размеры которого начали превосходить количество выпущен-

ле XX в.: факторы курсовой динамики / Л. И. Бородин, А. В. Коновалова. – СПб.: Алетей, 2010. – С. 248.

¹¹²¹ Так, цена паёв товарищества братьев Нобель номиналом 5000 руб. выросла с 5200 руб. в 1889 г. до 13 600 руб. в первой половине 1895 г., однако затем упала до уровня 4800 руб.

¹¹²² Познер М. В. Спекуляция и биржевая реформа / М. В. Познер // Русское экономическое обозрение. – 1898. – Ч. 3. – С. 54.

¹¹²³ Мигулин П. П. Реформа денежного обращения в России и промышленный кризис (1893–1902) / П. П. Мигулин. – Х.: Печатное дело, 1902. – С. 236.

¹¹²⁴ Слиозберг И. Б. Русские биржевые дивидендные ценные бумаги: необходимые сведения об акциях и паях, котируемых на С.-Петербургской, Московской, Варшавской, Киевской, Рижской и др. фондовых биржах / И. Б. Слиозберг. – СПб.: Типография И. Г. Гершуна, 1896. – С. IV.

ных бумажных денег¹¹²⁵, а сам факт введения золотого стандарта стал заметным толчком, стимулировавшим последующий экономический подъём.

Началась очередная учредительская горячка. С 1895 по 1899 г. были выданы разрешения на создание новых 864 акционерных компаний с общим капиталом 1090 млн руб.¹¹²⁶ Курсы всех акций начали расти, и среди них основное внимание впервые стали привлекать бумаги нефтяных компаний – Бакинского нефтяного общества и Каспийского нефтепромышленного общества. Акции Бакинского общества при номинальной стоимости 100 руб. достигли в декабре 1898 г. цены 758 руб., акции Каспийского общества при номинальной стоимости 1000 руб. достигли в конце 1897 г. цены 5850 руб.¹¹²⁷, что было связано с началом роста цен на нефть на мировом рынке.

О размерах биржевого ажиотажа перед кризисом 1899–1892 гг. свидетельствует то, что лишь за один 1899 г. было введено в котировку 36 новых наименований акций торгово-промышленных обществ (этот показатель был превзойдён только в 1912 г.). Однако «значительное число указанных выше акций было только номинально введено в котировку». Эта практика номинального введения акций в котировку была очень широко распространена и до того, и после. «Спекуляция облюбовала себе очень небольшой, узкий круг бумаг. Даже банковские акции в те годы были ещё спекулятивной бумагой», при этом «основной поток капиталов в промышленность проходил мимо Петербургской биржи непосредственно от иностранных банков в финансируемые или учреждаемые ими предприятия»¹¹²⁸.

Общие итоги промышленного развития в течение последнего десятилетия «железного» XIX века отражают следующие цифры. В 1890 г. перед началом «безумно покровительственной политики»

¹¹²⁵ В 1898 г. покрытие золотом наличных денег составляло 129,2%; в 1900 г. – 170,8%; в 1904 г. – 156,1%; в 1910 г. – 120,5%; в 1914 г. – 101,8% (Российские банки. Прошлое и настоящее / С. В. Бажанов, М. Х. Лапидус, Ю. И. Львов, Л. С. Тарасевич. – СПб.: КультИнформ-Пресс, 2004. – С. 52).

¹¹²⁶ Брандт Б. Ф. Торгово-промышленный кризис в Западной Европе и России (1900–1901 гг.) / Б. Ф. Брандт. В 2 т. Т. 2. – СПб.: Тип. В. Ф. Киршбаума, 1904. – С. 26.

¹¹²⁷ Лизунов П. В. Санкт-Петербургская биржа и российский рынок ценных бумаг (1703–1917 гг.) / П. В. Лизунов. – СПб.: Изд-во «Русско-Балтийский информационный центр “Блиц”», 2004. – С. 282–283.

¹¹²⁸ Гиндин И. Ф. Русские коммерческие банки. Из истории финансового капитала в России / И. Ф. Гиндин. – М.: Госфиниздат, 1948. – С. 85.

объём производства всех промышленных предприятий достигал 1,5 млрд руб., в 1900 г. – 3 млрд руб., а из 14,5 тыс. существовавших в это время промышленных предприятий 40% возникло в 1890–1900 гг. Значительная часть новых предприятий была связана с металлургической промышленностью. Во время подъёма 1890-х годов в горнодобывающей и металлургической промышленности за счёт иностранных инвестиций вокруг месторождений угля в Донецком бассейне и железной руды в Приднепровском регионе была создана группа крупных предприятий, в основном на французские и бельгийские капиталы.

Период бурного роста 1890-х годов, связанный с поступлением массовых иностранных инвестиций, был недолгим. Хотя в предкризисный период «наше промышленное развитие шло едва ли не быстрее, чем в Западной Европе»¹¹²⁹, краткосрочные кредиты, «горячие деньги» провоцировали очередной акционерный бум. С 1894 по 1899 г. были учреждены новые акционерные компании с капиталами «более чем на миллиард рублей, не считая железнодорожных, банковых и иностранных компаний»¹¹³⁰. Казалось, что остановить учредительский бум уже не было возможности – «поезд шёл под гору с ускоряющейся быстротой»¹¹³¹.

¹¹²⁹ С 1889 по 1894 г. капитал учреждённых акционерных предприятий (помимо железнодорожных) достиг 1150 млн руб. (Мигулин П. П. Промышленный кризис в России в 1899–1901 гг. // П. П. Мигулин // Народное хозяйство. – 1902. – Кн. 3. – С. 20–21). С 1896 по 1898 г. в новые акционерные компании (преимущественно горнодобывающие, сахарные и др.) было вложено в 1896 г. – 126 млн руб., в 1897 г. – 114 млн руб., в 1898 г. – 148 млн руб.; за три года 388 млн руб., «более четверти всего... акционерного капитала» в Российской империи. Если же добавить к этой сумме капиталы не акционерных частных предприятий, то она превысит 500 млн руб. только лишь за три года (К денежному вопросу // Киевлянин. – 1899. – № 309. – С. 1. – Кол. 4–5).

¹¹³⁰ К 1 января 1895 года сумма находящихся в обращении ипотечных бумаг составляла 1535 млн руб., а к 1 января 1899 г. уже 2120 млн руб. Выпуск городских облигаций с 1876 по 1894 г. составлял 58 млн руб., а за последний год возрос на 47,5 млн руб.; выпуск промышленных облигаций с 85,5 млн руб. за время 1871–1894 гг. увеличился теперь ещё на 129 млн руб.» (Мигулин П. П. Промышленный кризис в России в 1899–1901 гг. // П. П. Мигулин // Народное хозяйство. – 1902. – Кн. 3. – С. 20–21).

¹¹³¹ «Чем шире развёртывалось учредительство, тем чувствительнее становились непредвиденные затруднения» по осуществлению новых проектов «и по эксплуатации некоторых старых предприятий. Вследствие усиленного спроса очень быстро поднялась цена на строительные материалы», подорожали «топливо и железная руда». По одной только этой причине «первоначальные расчёты оказались не оправдавшимися и потребовались дополнительные капиталы, а надежды на высокую доходность должны были несколько поблекнуть» (К денежному вопросу. Ч. 2 // Киевлянин. – 1899. – № 311. – С. 1. – Кол. 5–6).

На финансовом рынке первым признаком приближения кризиса стало снижение прибыльности капитала в торговле. В начале 1899 г. рынок ценных бумаг и биржи были достаточно активными, а с февраля курсы стали падать. Начался общий экономический кризис. Этот кризис нигде «не разразился с такой силой, как в России с её громадным заграничным долгом, неестественным (за счёт иностранных капиталов) развитием промышленности и плачевными результатами урожаев последних трёх лет (1897–1899)»¹¹³².

Биржевой крах наступил 23 сентября 1899 г., когда произошло быстрое падение курсов всех ценных бумаг. Ко времени наступления кризиса общая стоимость паёв и акций промышленных предприятий достигла 2098 млн руб., часть из них котиновалась на бирже, имея до кризиса суммарную стоимость 1014 млн руб. Во время кризиса курсовая стоимость этих бумаг снизилась до 611 млн руб. и только лишь на них убытки составили 403 млн руб. Соответственными были убытки остальных держателей дивидендных ценных бумаг¹¹³³.

«Вид биржи угрожающий, – такими яркими словами рисует нам настроение столичной биржи её петербургский обозреватель» в октябре 1900 г. «С ценностями спекулятивной биржи, – продолжает он, – в высшей степени слабо, общее настроение рынка направлено исключительно на продажу, при почти полном отсутствии спроса». Падение цен на бумаги достигло «редкого характера», хотя никто не сомневался в стабильности кредитных обществ и земельных банков¹¹³⁴. «Бумаги продолжают падать. Падают дивидендные бумаги, акции промышленных предприятий... падают даже акции коммерческих банков»¹¹³⁵.

Чтобы спасти от краха крупные металлургические предприятия, Государственный банк предоставил им значительную финансовую помощь – с 1900 по 1902 г. кредиты этим предприятиям вы-

¹¹³² Мигулин П. П. Промышленный кризис в России в 1899–1901 гг. // П. П. Мигулин // Народное хозяйство. – 1902. – Кн. 3. – С. 7.

¹¹³³ Хрулёв С. С. Финансы России в связи с экономическим положением её населения / С. С. Хрулёв. – СПб.: Тип. Акц. о-ва Брокгауз-Ефрон, 1909. – С. 150.

¹¹³⁴ «Все уверены в том, что с наступлением сроков проценты по купонам будут немедленно оплачиваться, а между тем 4,5% закладные листы и облигации всё падают и падают. Давно ли они достигли нарицательной цены, а теперь понизились до 91–92 [процентов от номинала], а некоторые провинциальные даже ниже 90. А между тем в делах земельных банков не обнаружилось за прошлый год никакого ухудшения – операции их ежегодно возрастают, доходность стоит по-прежнему на высоком уровне» (Все тот же денежный кризис // Киевское слово. – 1900. – № 4580. – 7 окт. – С. 1).

¹¹³⁵ Всё тот же денежный кризис // Киевское слово. – 1900. – № 4580. – 7 окт. – С. 1.

росли в 2 раза и достигли 280 млн руб., а некоторые неплатёжеспособные предприятия выкупались Государственным банком и переходили в его собственность. Поддержка Министерством финансов и Государственным банком биржи, а также нежизнеспособных промышленных предприятий лишь затормозили естественное развитие кризиса. И хотя проблемным предприятиям было выдано кредитов на 170 млн руб., спасти их всё равно не удалось.

Основные причины кризиса были «не в сокращении покупательных средств, не в сфере потребления, а в области промышленного производства и торгово-промышленного кредита»¹¹³⁶. «Быстрый рост акционерных обществ, охвативших разнообразные отрасли промышленности, и усиленное железнодорожное строительство... привели в конце 1898 года к чрезвычайному переполнению рынка бумагами», в то время как общее «положение мирового рынка... способствовало созданию особо тревожного настроения»¹¹³⁷. «Главная причина затруднений нашего денежного рынка, – считал П. П. Мигулин, – во вздорожании капиталов на мировом рынке. Другие причины – увлечение биржевой игрой, неправильные операции некоторых кредитных учреждений» либо возникновение «ошибочно задуманных» предприятий – были «менее существенны»¹¹³⁸.

К середине 1902 г. кризис пошёл на спад и биржи начали стабилизироваться. Курсы ценных бумаг быстро повышались, но это повышение было кратковременным. Новая волна экономического спада усугубилась с началом русско-японской войны 1904–1905 гг. и революционными событиями 1905–1907 гг. До 1907 г. на рынке

¹¹³⁶ К денежному вопросу // Киевлянин. – 1899. – № 309. – С. 1. – Кол. 4–5.

¹¹³⁷ Барк П. Л. Обзор финансовых и биржевых кризисов в России с 1894 по 1914 г. / П. Л. Барк // Бородин Л. И., Коновалова А. В. Российский фондовый рынок в начале XX в.: факторы курсовой динамики / Л. И. Бородин, А. В. Коновалова. – СПб.: Алетей, 2010. – С. 249. «Когда заводы и дороги простроены и их приходится пустить в дело, – оказывается, что на рынке нет сбыта для всех тех товаров, которые могут быть ими произведены, и наступает момент ликвидации предшествовавшего оживления. Момент этот отдался для русской промышленности тем, что главный потребитель наиболее оживившихся отраслей... – железные дороги, – строились не по коммерческим соображениям, а по расчётам финансового ведомства, бравшего на себя денежную ответственность за финансовые результаты. Не будь этого обстоятельства – ликвидация промышленного оживления наступила бы у нас гораздо раньше» (В. В. [Воронцов В. П.]. Судьба капиталистической России. Экономические очерки России / [В. П. Воронцов]. – СПб.: Тип. М. М. Стасюлевича, 1907. – С. 118).

¹¹³⁸ Мигулин П. П. Промышленный кризис в России в 1899–1901 гг. // П. П. Мигулин // Народное хозяйство. – 1902. – Кн. 3. – С. 41.

ценных бумаг отмечалось общее снижение активности. «Наши фонды... достигли к сентябрю 1907 г. высшей точки их падения, когда государственная рента котируется на внутреннем и внешнем рынке в 67%». Но вскоре курс государственных бумаг начал подниматься «сравнительно быстро до 95%»¹¹³⁹.

Начинался новый период экономического подъёма, который обычно связывают с экономической программой премьер-министра П. А. Столыпина. В эти годы в России стал распространяться западноевропейский капитализм с его стремлением к инновациям и новым рынкам; началась реальная модернизация, несмотря на то, что Российская империя была далека от демократии западноевропейского типа. Однако российские попытки модернизации, начиная с Петра I, достигая определённого уровня, затем неизбежно заходили в тупик. Это происходило в основном из-за авторитарного стиля государственного управления, весьма неохотно позволявшего инновации. Конфликт реформаторов с жёсткой и консервативной государственной властью был неизбежным. Но как бы там ни было, эпоха Витте и Столыпина вошла в историю как время наибольшего подъёма, достигнутого перед Первой мировой войной.

В период нового подъёма темпы акционерного учредительства достигли своего максимума. К началу 1914 г. в Российской империи было зарегистрировано 1997 акционерных компаний с капиталом 3376,8 млн руб.¹¹⁴⁰ Акции 383 компаний (около 21%) котируются на бирже (к котировке допускались акции только крупных акционерных компаний, имевших уставный капитал не менее 500 тыс. руб.)¹¹⁴¹. В российских акционерных компаниях начала

¹¹³⁹ О мировой денежной конъюнктуре // Биржа. – 1913. – № 28. – 14 июля. – С. 5.

¹¹⁴⁰ Статистический ежегодник России. 1915 год. – СПб.: Изд-во Центрального статистического комитета МВД, 1916. – Раздел XII. Финансы и кредит. – С. 64–65; Шепелев Л. Е. Акционерные компании и торговые дома / Л. Е. Шепелев // Россия. 1913 год. Статистико-документальный справочник. – СПб., 1995. – http://lost-empire.ru/index.php?option=com_content&task=view&id=208&Itemid=9.

¹¹⁴¹ В дальнейшем, в годы Первой мировой войны, темпы акционерного учредительства несколько снизились – если с 1908 по 1913 г. было учреждено 937 компаний с капиталом 2587,4 млн руб., то с 1914 по 1916 г. – 570 с капиталом 1103,3 млн руб. (Шепелев Л. Е. Акционерный капитал в России / Л. Е. Шепелев // История финансовой политики в России: Сборник статей. – СПб.: С.-Петербургский ун-т, 2000. – С. 105, таблица 7). В 1912 г. по размеру уставного капитала количественно преобладали небольшие компании – 500–1000 руб. (428 обществ), на втором месте – 250–500 руб. (352), на третьем – 1000–2000 руб. (296). Количество компаний с большими капиталами было невелико – 22 с капиталом 5–10 тыс. руб., 2 с капиталом 10–20 тыс. руб. и 2 – 20–30 тыс. руб. По номиналам акций наиболее распространёнными были

XX в. преобладала высокая концентрация акционерного капитала, и владельцы крупных пакетов акций полностью контролировали предприятие¹¹⁴². «Нынешняя биржевая деятельность характеризуется следующим образом: патронаж, демонстративные покупки, резкое давление на понижательные элементы, сильно взвинченные отметки игровых бумаг», а также постоянные поиски нового «дешёвого биржевого материала»¹¹⁴³. Вырос и объём капиталов, вложенных на онкольные счета (преимущественно для спекулятивных операций с ценными бумагами).

Значительно увеличился приток иностранных инвестиций – «продолжающееся в 1912 г. сближение наших торгово-промышленных кругов с заграничными оказало заметное влияние на приток иностранных капиталов». «Характерным показателем промышленного оживления служит громадное развитие акционерных предприятий в России», и если в 1903 г. было учреждено 83 новых акционерных общества, в 1908 г. – 119, то в 1912 г. – 262. Увеличилось количество отделений коммерческих банков (с 329 в начале 1908 г. до 597 к концу 1912 г.) и обществ взаимного кредита (с 304 до 904). «Особенный подъём за последнее трёхлетие пережили некоторые отрасли... например, металлургическая промышленность, оживление которой знаменует собой обыкновенно наступление общей благоприятной экономической конъюнктуры»¹¹⁴⁴.

Максимальной точки подъём на рынке ценных бумаг достиг в 1912 году. «Русские фондовые биржи в течение первых семи месяцев 1912 года отличались оживлением. Волна увлечения диви-

ценные бумаги стоимостью 100–250 руб. (526 компаний), 500–1000 руб. (384 компании), 250–500 (236 компаний), до 100 руб. (210 компаний) (Статистический ежегодник на 1913 г. – [Ред. В. А. Шарый]. – СПб.: Совет съездов представителей промышленности и торговли, 1913. – С. 280).

¹¹⁴² С 1909 по 1913 г. было выпущено новых ценных бумаг: ипотечных на 2475,4 млн руб., торгово-промышленных на 1378,4 млн руб., железнодорожных на 847,2 млн руб., банковских на 456,2 млн руб., городских – 226,4 млн руб., государственных – 175,0 млн руб. Максимальный объём эмиссии ценных бумаг был в 1912–1913 гг., а общий объём выпущенных в 1909–1913 гг. бумаг (2709 млн руб.) более чем в три раза превышал объём эмиссии в 1901–1908 гг. (868,6 млн руб.) (Торгово-промышленная газета. – 1914. – 6 июня).

¹¹⁴³ «Настоящие любимцы спекуляции, всякого рода фавориты, в поступательном развитии опираются на различные, не всегда проверенные, сообщения, на широкие банковые закупки заинтересованных синдикатов, на мелкий арбитраж, а главное, конечно, на популистский психоз публики», т. е. «в полном смысле – на улицу» (Положение дел на фондовом рынке // Торговое дело. – 1911. – № 12. – С. 360).

¹¹⁴⁴ Хроника. Рост акционерного дела в России // Биржа. – 1913. – № 2. – 13 янв. – С. 7.

денными ценностями охватила... публику, охотно предоставлявшую свои средства не только для помещения капитала, но и с целью спекуляции». Подъём коснулся всех акций, но особенный интерес вызывали металлургические и нефтяные. «Некоторые из этих бумаг стали фаворитами и парижских биржевиков». Повышение курсов ценных бумаг продолжалось до конца лета, «и спекулянты, учитывая далёкие перспективы, вздули расценки далеко несоответственно доходности предприятий»¹¹⁴⁵.

К концу 1913 г. на Петербургской бирже котиrowалось около 700 наименований ценных бумаг (в целом в Российской империи – около 800). По данным биржевой прессы общая сумма процентных бумаг (кроме акций и негарантированных облигаций) достигла 9,4 млрд руб., а совокупная стоимость всех российских ценных бумаг составляла в это время 13–15 млрд руб. Россия занимала пятое место после Англии (150 млрд франков), США (140), Франции (115), Германии (110), опережая Австро-Венгрию (26 млрд франков), Италию (18), Японию (16)¹¹⁴⁶.

К началу XX в. российские ценные бумаги занимали устойчивое положение на мировых биржах – Парижской, Брюссельской, Берлинской и Лондонской¹¹⁴⁷. В первую очередь это были облигации государственных займов и гарантированные государством железнодорожные облигации – надёжные процентные бумаги с достаточно высокой даже и после конверсии займов доходностью (в среднем 4%). В начале 1914 г. интерес инвесторов к этим бумагам ещё более возрос на фоне всеобщих предчувствий не столько начала войны (для многих оказавшейся полной неожиданностью), сколько «надвигающегося в Западной Европе экономического кризиса», признаки которого «в последнее время обнаруживаются всё резче и ярче. В предвидении промышленной депрессии европейский капитал стремится очистить свои позиции в промышленных предприятиях и ищет помещения в твердодоходных ценностях». А российские облигации государственных займов «издавна имеют первоклассную репутацию, и Россия, как заёмщица, не знает в Ев-

¹¹⁴⁵ Биржа // Банковое дело. – 1913. – № 1. – С. 10–11.

¹¹⁴⁶ Русские биржевые ценности. 1914–1915 / Под ред. М. И. Боголепова с участием В. А. Мукоссева, В. С. Зива. – Пг. [без изд.], 1915. – С. 13.

¹¹⁴⁷ На Нью-Йоркской бирже их практически не было, хотя и предпринимались попытки размещения в США займов, и ещё Витте вёл об этом переговоры с Морганом.

ропе соперниц в смысле точного и аккуратного исполнения принятых обязательств»¹¹⁴⁸.

«В подъёме 1909–1913 годов... просматриваются принципиально новые черты. Существенно падает роль государства в... стимулировании индустриализации, быстро растут вклады в сберегательные кассы, увеличивается объём частных капиталов, мобилизуемых акционерными обществами». Это был, «наверное, первый в истории России экономический подъём, уже не столько стимулированный государственной волей, сколько идущий из глубины самого общества», а общество впервые «показало себя как здоровый, саморазвивающийся организм»¹¹⁴⁹. Но этот благоприятный период длился недолго и был прерван началом Первой мировой войны.

¹¹⁴⁸ Неудивительно, что в самом начале января 1914 года «подписка на русский железнодорожный заём в Париже... прошла с таким успехом, что подписавшихся придётся удовлетворять по развёстке». Подписка была первой частью крупного железнодорожного займа «в 2,5 млрд франков, на выпуск которого министр финансов В. Н. Коковцов и секретарь кредитной канцелярии Л. Ф. Давыдов получили принципиальное согласие от французского правительства и французских банков». С французской стороны в реализации этого 4,5% займа на 81 год участвовали крупные банки Credit National, Association des Banquiers de Province, Banque du Nord, Credit Algerien; с российской стороны – десять крупнейших петербургских и московских банков (О железнодорожном займе // Финансовое обозрение. – 1914. – № 2. – С. 23).

¹¹⁴⁹ Гайдар Е. Власть и собственность. Смуты и институты. Государство и эволюция / Е. Гайдар. – СПб.: Норма, 2009. – С. 235.

Закат Европы: от глобальных дисбалансов к «Великой депрессии» (1914–1939)

Между двумя мировыми войнами

Эпоха распада

Время между двумя мировыми войнами, «золотые 1920-е» и «Великая депрессия» 1930-х годов, подвели черту под космополитическим миром «либерального оптимизма» эпохи *Rex Britannica*. Поколение, заставшее две эпохи – до и после Первой мировой войны, – хорошо ощущало этот контраст. Ушли в прошлое «мир без границ» периода расцвета Британской империи и глобализация с её верой в неостановимый прогресс, якобы несущий всем народам всё большую свободу и повышение качества жизни¹¹⁵⁰. Вся «старая Европа... с её богатством, свободной торговлей, изобилием товаров, высоким уровнем жизни и чувством личной безопасности», всё это «общество мысли, искусства и цивилизации»¹¹⁵¹ остались в ностальгических воспоминаниях. Недаром в это время «культуры, которая... находится в процессе завершения»¹¹⁵², модной стала книга «Закат Европы» Освальда Шпенглера, а новые физические идеи энтропии и распада атома превращались в культурные символы «эпохи, разлагающейся... на глазах»¹¹⁵³.

Мало кто мог бы поверить, что этот «мир без границ» может исчезнуть. В 1909 г. британский журналист Норман Энджел в книге *Europe's Optical Illusion* убеждал читателей, что война экономически никому не выгодна и вероятность её возникновения минимальна. А если война в Европе и начнётся, считал он, то она будет

¹¹⁵⁰ Gooch J. P. The Lessons of 1914–1918 / J. P. Gooch // *Current History*. – 1934, August. – P. 513–514, 516, 520.

¹¹⁵¹ Croce B. On Liberty / B. Croce // *Foreign Affairs*. – 1932, October. – P. 1–2.

¹¹⁵² Шпенглер О. Закат Европы. Очерки морфологии мировой истории. Гештальт и действительность / О. Шпенглер. – М.: Мысль, 1998. – С. 128, 628.

¹¹⁵³ Иванов Г. Распад атома / Г. Иванов. – Париж: Дом книги, 1938. – lib.ru/RUSSLIT/IWANOWG/raspad.txt. Современники встретили пронизанную духом распада жизни книгу Георгия Иванова (известного в те годы русского поэта) с понятным отвращением, и она была надолго забыта в отличие от другой культовой книги тех лет – «Путешествие на край ночи» Луи Селина.

недолгой и быстро закончится мирным соглашением¹¹⁵⁴. Книга Энджела стала настолько популярной, что к 1913 г. было продано несколько миллионов её экземпляров и книгу перевели на многие языки. Действительно, никому не хотелось верить в возможность начала мировой войны. Но оптимистическим прогнозам Н. Энджела не суждено было оправдаться.

Перед войной, когда Лондон был признанным центром мировой финансовой системы, Великобританией были произведены иностранные инвестиции на сумму 20 млрд долларов, и она была лидером в экспорте капиталов, контролируя 70% международных торговых кредитов. Франция перед началом войны вложила в других странах 9 млрд долларов, из них 5 млрд в Российской империи. Взаимосвязанность мировых финансовых рынков перед началом войны была настолько велика, а вероятность возникновения крупного военного конфликта казалась всем настолько малой, что инвесторы верили в безопасность мира и надёжность первой глобальной экономики, создававшейся целым поколением конца XIX – начала XX в. Но когда Первая мировая война разрушила многие торговые связи Европы и её контакты с остальным миром¹¹⁵⁵, эта экономическая система быстро распалась, и чтобы восстановить нечто подобное по своим масштабам в 1990-е годы, потребовалось много десятилетий.

¹¹⁵⁴ Angell N. *Europe's Optical Illusion* / N. Angell. – London: Simpkin, Marshall, Hamilton, Kent, 1910 – 126 p. (reprint: – London: Nabu Press, 2010). «В ведущих странах Старого Света 90-е годы XIX века были ознаменованы всплеском интереса военных теоретиков, экономистов и политиков к надвигающейся общеевропейской войне, которая, казалось, рано или поздно должна была вспыхнуть в результате прогрессирующего обострения экономического и политического соперничества между крупнейшими державами Европы... На несколько десятилетий, вплоть до августа 1914 года, прогнозы, расчёты и рассуждения, связанные с будущей “большой” войной, стали одним из заметных направлений в развитии военной, экономической и общественно-политической мысли Германии, Великобритании, Франции, Австро-Венгрии» (Блиох И. С. Будущая война в техническом, экономическом и политическом отношениях / И. С. Блиох. – СПб., 1898. – Т. 4. – С. 6).

¹¹⁵⁵ Эти связи были разрушены не только за счёт военных действий, но и в результате возросшей тенденции к изоляции стран Европы, всё больше отгораживавшихся друг от друга торговыми барьерами. Вследствие этого европейская международная торговля, в 1913 г. составлявшая 40% мировой, значительно сократилась до 28% в 1938 г.

Перед войной «мир надеялся на длительный период... процветания. Будущее представлялось в светлых красках, и никто не мог предположить, что мы вступаем в период борьбы, главным побудительным мотивом которой будет стремление одной-единственной мировой державы к господству и доминирующему влиянию»¹¹⁵⁶. После убийства в Сараево, столице Боснии, австрийского эрцгерцога Франца Фердинанда 28 июня 1914 г. Австрия объявила войну Сербии. Россия выступила в поддержку балканских народов, и начал разгораться давно назревавший конфликт. Многие современники думали, что военные действия будут длиться недолго, и мало кто мог представить реальные масштабы и последствия войны, ставшей Первой мировой.

На мировых финансовых рынках месяц после убийства в Сараево было спокойно: все считали конфликт частным и местным, не имеющим отношения к глобальным потокам капитала. Но когда ближе к концу июля 1914 г. инвесторы стали понимать, что вероятность крупной войны нарастает, ликвидность ценных бумаг стала снижаться. Наиболее опытные из инвесторов начали избавляться от ценных бумаг, превращая их в наличные деньги, и курсы акций и облигаций стали падать. В первую очередь все старались избавиться от ценных бумаг Российской империи – потенциального участника войны, а также от бумаг США. Соответственно, начали падать курсы рубля и доллара, а франка и британского фунта – расти.

Когда 28 июля 1914 г. началась Первая мировая война (длившаяся до 11 ноября 1918 г.), политический кризис вызвал кризис финансовый. К концу июля на мировых финансовых рынках уже была полномасштабная паника. 27 июля начали закрываться фондовые биржи в Берлине, Вене, Будапеште, Брюсселе, Петербурге, Париже. Начало Первой мировой войны стало для мировой финансовой системы глубочайшим стрессом, гораздо большим, чем любые финансовые кризисы. Сокращение активности на товарных рынках и рынках ценных бумаг, закрытие бирж, инфляция, отмена конвертации валют и, главным образом, прекращение движения международных потоков капитала – всё это радикально изменило

¹¹⁵⁶ Черчилль У. История англоязычных народов. В 4 т. Т. 4 / У. Черчилль. – Екатеринбург: Гонзо, 2012. – С. 413.

состояние мирового финансового рынка. Войну, строго говоря, нельзя было называть финансовым кризисом, однако она привела к почти полному коллапсу финансовой системы, продолжавшей функционировать в странах, участвовавших в войне, только лишь потому, что она вынуждена была функционировать. Хотя сокращение финансовых рынков в начале войны обычно не включают в перечень локальных или глобальных финансовых кризисов, в действительности эти события оказались гораздо более серьёзными, чем многие из кризисов. Никогда до того (как и никогда после – до сентября 2008 г.) мировая финансовая система не была так близка к коллапсу, нуждаясь в срочном вмешательстве со стороны государства для её стабилизации.

Причины событий 1914 г. на финансовых рынках были иными, чем причины кризисов, – паника была вызвана не предшествовавшим бумом, спекулятивным ростом курсов бумаг и т. п., а началом крупномасштабной мировой войны. Что же касается последствий паники 1914 г., то они были более серьёзными, чем последствия любого кризиса: вызванная военными долгами экономическая нестабильность 1920-х годов, распад системы золотого стандарта и, в конечном счёте, «Великая депрессия» 1930-х годов¹¹⁵⁷.

«Война была как гром, грянувший среди ясного неба, и никто не был к этому готов», – говорил Гаспар Фаррер, партнёр банковского дома братьев Бэрингов¹¹⁵⁸. Внутренняя неподготовленность к возможности войны объясняет панику, возникшую в финансовых кругах, когда война всё же началась. К концу июля эта паника охватила все финансовые центры. Везде события разворачивались по одной схеме: инвесторы начинали беспокоиться о ликвидности имеющихся у них бумаг; затем наступал коллапс бирж и их закрытие. Начиналось массовое изъятие вкладов в банках, банки требо-

¹¹⁵⁷ Нельзя сказать, что война была полной неожиданностью для финансовых элит – о возможности масштабной войны слишком много говорили и писали в 1910-е годы. В финансовых кругах хорошо понимали, что активность рынков ценных бумаг, как и мировых потоков инвестиционного капитала, расцветает в годы мира, а не тогда, когда нависает угроза войны. Но многие считали, что войны всё же удастся избежать. 22 июня, когда Австрия уже направила ультиматум Сербии, Ротшильды заявляли, что ничего страшного не происходит и войны не будет. Но через шесть дней, 28 июля, Австро-Венгрия объявила войну Сербии, а через неделю вся Европа была охвачена войной. Даже после 28 июня 1914 г. и после убийства в Сараево австрийского эрцгерцога Франца Фердинанда, в Лондоне Ротшильды были настолько заняты подготовкой к размещению крупного бразильского внешнего займа, что почти месяц осознали реальность угрозы приближения войны.

¹¹⁵⁸ Kynaston D. The City of London. 2 vols. Vol. 2. Golden Years. 1890–1914 / D. Kynaston. – London: Chatto and Windus, 1995. – P. 610.

вали возврата выданных кредитов, возрастал отток золота из национальных финансовых рынков, росли учётные ставки и повышался риск неплатежей. Затем начались банкротства и, наконец, настал полный коллапс системы кредитно-финансовых услуг.

В наибольшей мере кризис 1914 г. коснулся Лондона – финансовой столицы мира. Значение кризиса в Лондоне было связано с тем, что в 1914 г. Лондонская биржа была крупнейшим в мире рынком ценных бумаг. Номинальная стоимость котирувавшихся бумаг достигала 11,3 млрд фунтов – больше, чем на Парижской и Нью-Йоркской биржах вместе взятых¹¹⁵⁹. С точки зрения сегодняшнего дня кризис 1914 г. оказался – во всяком случае для лондонского Сити – наиболее серьёзным и системным из всех, которые когда-либо переживал Лондон с 1866 г. по 2007–2008 гг., так как этот кризис угрожал полностью разрушить весь финансовый рынок вместе с рынком ценных бумаг. Это не был классический финансовый кризис с раздуванием кредитного пузыря, со спекулятивной эйфорией и т. п., и вызван он был не циклическими колебаниями финансового рынка, а сугубо политическими причинами – угрозой начала крупной войны в Европе.

Первая, наиболее драматическая, стадия кризиса была с 24 июля по 31 августа, и она отмечалась коллапсом трёх ключевых лондонских финансовых рынков – валютного, вексельного и рынка ценных бумаг. Вторая стадия кризиса, с 1 по 6 августа, была связана с попытками стабилизировать ситуацию и повысить ликвидность банков, для чего была поднята учётная ставка. Банки, не работавшие пять с половиной дней (для лондонского Сити случай беспрецедентный), стали открываться с 7 августа. Третья стадия, период восстановления, началась 8 августа и длилась пять месяцев.

Начало кризиса на Лондонской бирже было отмечено паническими продажами ценных бумаг. Все хотели получить наличные деньги, и цены на акции стремительно падали. На лондонском рынке в это время преобладали облигации – не только государственные, но и корпоративные (преимущественно железнодорожные). С 1891 по 1910 г. 68% всех выпускавшихся бумаг были долговыми. Эту тенденцию усилил четырёхлетний бум южноафриканских бумаг горнодобывающих предприятий, размещавшихся в 1895–1898 гг. в Лондоне. Симпатии инвесторов к долговым бумагам были понятны: их прибыльность была подвержена меньшим

¹¹⁵⁹ Cassis Y. *Capitals of Capital. A History of International Financial Centres, 1780–2005* / Y. Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 2006. – P. 98.

колебаниям, чем прибыльность дивидендных бумаг. Лидировали среди долговых бумаг британские государственные облигации – «консоли», которые называли тогда «главной ценной бумагой мира»¹¹⁶⁰. Однако по мере общего падения курсов даже цена консолей с 20-го по 30 июля 1914 г. снизилась с 75,8 до 69,0 фунта. Темпы падения были почти по одному фунту в день, чего никогда до того не было; кроме того, после 1821 г. курс консолей ни разу не опускался ниже 70 фунтов¹¹⁶¹.

Общий индекс рынка ценных бумаг, определяемый журналом *Bankers' Magazine* на основании динамики курсов 387 основных бумаг с 20 по 30 июля, снизился на 5,6%, что с начала издания журнала в 1907 г. было рекордным по своим темпам падением¹¹⁶². Как и следовало ожидать, наибольшим было падение переоценённых спекулятивных бумаг (преимущественно бумаг некоторых горнодобывающих компаний – *Rio Tinto Copper* и др.)¹¹⁶³.

Такое быстрое снижение курсов на Лондонской бирже имело далекоидущие последствия для всего мирового рынка ценных бумаг: лондонский рынок был в 1914 г. в высокой степени глобализованным, иностранных бумаг (по сумме их номинальной стоимости) было более половины. Снижение курсов коснулось и многих «межбиржевых» бумаг и «международных спекулятивных акций», как их называл обозреватель журнала *The Economist*, затрагивая интересы многих инвесторов¹¹⁶⁴.

¹¹⁶⁰ Shut the Stock Exchange // *Financial News*. – 1914. – 29 July.

¹¹⁶¹ Так же быстро снижались за эти дни курсы и других бумаг, особенно акций железных дорог: *Great Eastern* – с 48,0 до 42,0 фунтов; *London & South Western* – со 113,0 до 105,0; *Great Western* – со 115,0 до 108,0; *Great Northern* – с 85,5 до 82,0; *London & North Western* (привилегированные) – со 128,5 до 121,0. Ещё быстрее снижались курсы иностранных бумаг: *Brazilian Traction* – с 76,8 до 57,0; *Rio Tinto Copper* – с 67,8 до 52,0; *Canadian Pacific* – со 192,0 до 164,0 фунтов (Roberts R. *Saving the City. The Great Financial Crisis of 1914* / R. Roberts. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – P. 13. – Table 1).

¹¹⁶² Stock Exchange Values // *Financial Times*. – 1914. – 27 August.

¹¹⁶³ Но и государственные облигации, как британские, так и иностранные, снизились в общем на 6,4%. Британские железнодорожные акции упали в цене на 5,1%, иностранные – на 5,9% (американские железнодорожные акции – на 8%, что отражало снижение их общей международной ликвидности в условиях угрозы начала войны). Железнодорожные облигации оказались более устойчивыми: британские снизились на 2,8%, далёкие от прямого влияния событий в Европе американские и индийские железнодорожные облигации – всего на 0,8 и 0,5% (Roberts R. *Saving the City. The Great Financial Crisis of 1914* / R. Roberts. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – P. 12–13).

¹¹⁶⁴ Financial Situation at Home at Abroad // *The Economist*. – 1914. – 1 August.

Кризис 1914 г. коснулся всех участников биржи, в особенности брокеров и джобберов. Падение курсов вызвало многочисленные банкротства биржевых брокеров, бравших кредиты под залог акций. Брокеры выполняли заказы по покупке-продаже ценных бумаг клиентов, которые не были членами биржи, а джобберы специализировались на определённых типах бумаг, принимая заказы брокеров на покупку или продажу. К началу кризиса и у брокеров, и у джобберов на руках были значительные суммы – авансы на покупку бумаг¹¹⁶⁵. Кроме того, у брокеров оказались крупные капиталы зарубежных клиентов, переданные для приобретения на Лондонской бирже заказанных ими ценных бумаг. С началом войны эти заказы оказались невыполнимы. Помимо этого, члены Лондонской биржи были должны 60 млн фунтов банкам и 20 млн фунтов другим финансовым организациям. Банки, в свою очередь, выдали крупные кредиты под залог акций – их сумма достигала 250 млн фунтов. Попытки некоторых банков избавиться от крупных пакетов таких акций создали для них риск банкротства, порождая цепную реакцию дестабилизации.

Выход был один – закрыть Лондонскую биржу, что и было сделано 31 июля 1914 г. (открылась биржа только 4 января 1915 г.). «Биржа закрыта до последующих распоряжений»¹¹⁶⁶, – сообщала *The Globe* в пятницу, 31 июля 1914 года. О закрытии Лондонской биржи было объявлено в 10:15 утра, когда в зале присутствовало только 40 человек из 5 тысяч членов биржи (активные торги обычно начинались с 11 часов). По словам *Daily Mirror*, «всё прошло спокойно без малейших признаков паники»¹¹⁶⁷. В зале убрали и на каждом входе поставили по паре полицейских. Но вскоре возле на Throgmorton Street возле здания биржи стала собираться толпа брокеров, «напоминающая потревоженных муравьёв»¹¹⁶⁸. Через несколько часов толпа настолько увеличилась, что по улице уже

¹¹⁶⁵ К концу июля 1914 г. для обслуживания заказов на покупку бумаг было взято краткосрочных кредитов на 81 млн фунтов (преимущественно в крупнейших лондонских банках и представительствах известных иностранных банков). Начало кризиса и закрытие биржи поставили эти кредиты под угрозу, так как они были обеспечены залогом ценных бумаг, с рыночной стоимостью на 10–20% выше объёма кредита (такая практика была в то время обычной). С началом быстрого снижения курсов акций их реальная стоимость оказалась ниже, чем объём кредитов, за которые эти акции были куплены (*The Loan Positions of the Stock Exchange // The Economist*. – 1914. – 19 October).

¹¹⁶⁶ *Animated Scenes at the Stock Exchanges // The Globe*. – 1914. – 31 July.

¹¹⁶⁷ *No Panic // Daily Mirror*. – 1914. – 1 August.

¹¹⁶⁸ *The Scenes in the City // Manchester Guardian*. – 1914. – 1 August.

нельзя было пройти. Выражение лиц у всех было как на похоронах¹¹⁶⁹. «Никогда ещё на этой улице не было такого драматического дня, потому что никогда биржа не закрывалась кроме как на обычные выходные»¹¹⁷⁰.

В Лондоне после закрытия биржи облигациями торговали на улице, и к концу 1914 г. они значительно упали в цене: австрийские на 23%, французские на 13,2%, британские на 9,3%, российские на 8,8%. Британские инвесторы, вложившие в начале войны свои капиталы в облигации – консоли или облигации военных займов, – к 1920 г. потеряли 46%¹¹⁷¹. Особенно пострадали инвесторы, вложившие деньги в бумаги распавшихся империй – Российской, Австро-Венгерской, Османской¹¹⁷².

За несколько дней, с 23 по 29 июля, был полностью парализован вексельный рынок. Нести ответственность за платежи по про-

¹¹⁶⁹ Scenes in “The Street” // Evening News. – 1914. – 31 July.

¹¹⁷⁰ City Gossip // Daily Graphic. – 1914. – 1 August.

¹¹⁷¹ Фергюсон Н. Восхождение денег / Н. Фергюсон. – М.: Астрель, 2010. – С. 323.

¹¹⁷² Начались проблемы и на вексельном рынке (discount market). На этом рынке под угрозой оказались крупные капиталы, и ликвидность этого рынка была в те дни одной из наиболее острых проблем. Значительная часть мировой торговли финансировалась с использованием переводных векселей сроком три месяца, которые акцептировались коммерческими банками лондонского Сити. До наступления срока платежа эти переводные векселя дисконтировались в одном из специализированных дисконтных домов (discount house). Дисконтированием векселей занимались крупнейшие лондонские банкирские дома (Barings, Brown Shipley, Gibbs, Hambros, Huts, Morgan Grenfell, Rothschilds, Schroders). Эти дома затем перепродавали дисконтированные векселя британским либо иностранным банкам, представительства которых были в Сити. Такие векселя были в основе механизма международных платежей по товарным операциям, и в портфелях лондонских банков скопились крупные пакеты переводных векселей. Капитализация вексельного рынка к моменту начала кризиса достигала, как считалось в то время, 350 млн фунтов. Иногда называлась ещё большая сумма – 500 млн фунтов, 75% векселей было связано с внешнеторговыми операциями (A Black Account // Financial Times. – 1914. – 28 July; Markets and the Crisis: Selling Centralised on London // Financial Times. – 1914. – 29 July). Из общей массы вексельных обязательств около 70 млн принадлежало клиентам из Германии и Австрии, 60 млн – из Российской империи, т. е. из стран, непосредственно вовлечённых в войну и находившихся по разные стороны фронта. Остальные векселя принадлежали клиентам из Северной и Латинской Америк, а также из других стран, преимущественно связанных с Британской империей (Markets and the Crisis: Consols Comparatively Steady // Financial Times. – 1914. – 29 July). Ежедневная сумма платежей по таким векселям составляла 3–4 млн фунтов, и все эти векселя должны были быть оплачены в срок, не превышавший трёх месяцев. С началом войны нарушилась связь с третьими лицами, поставивших свои подписи на векселях (в частности, в Российской империи). По этой причине партнёры из континентальных стран Европы не могли (а, возможно, иногда и не хотели) возвращать долги, что поставило под угрозу банки, дававшие кредиты брокерам рынка ценных бумаг. Британские банки ограничили возможность получения заёмных средств и началось общее сжатие кредита.

блемным векселям воюющих стран на общую сумму около 120 млн фунтов должны были лондонские коммерческие банки. На практике они это сделать не могли, так как их капиталы редко превышали 20 млн фунтов. За счёт крупных пакетов неоплаченных векселей банки оказались в весьма рискованном положении. Крупные суммы в активах банков оказались под угрозой замораживания, и весь кредитный механизм лондонского Сити был нарушен. А вызванные общей паникой попытки менеджеров этих банков отозвать кредиты или ограничить отток золота из банков не только не погасили панику, но ещё более подогрели её.

Серьёзных проблем удалось избежать только благодаря совместным усилиям правительства, Банка Англии и крупнейших коммерческих банков. С 3-го по 7 августа были объявлены банковские каникулы, а 6 августа введён мораторий на все платежи. Также были выпущены казначейские билеты (*treasury notes*). Учётную ставку, выросшую с 29 июля по 1 августа с 30 до 10%, удалось снизить до 6%, а через несколько дней до 5%¹¹⁷³. А 13 августа министр финансов предоставил Банку Англии правительственные гарантии погашения всех убытков по векселям, принятым до 4 августа (дата начала участия Великобритании в войне), чем были спасены от краха коммерческие банки.

Кризис 1914 г. быстро распространился из Лондона на другие страны – в эпоху «первой глобализации» в систему золотого стандарта (ставшего символом «первой глобализации») входило 59 государств на различных континентах. И хотя разные страны в разной мере участвовали в мировой экономике (в отличие от полноценных участников – стран Европы и США, страны Латинской Америки и Африки были экспортёрами сырья и реципиентами инвестиций), начало Первой мировой войны стало экономической катастрофой для всех участников глобальной экономики и воспринималось как гром среди ясного неба. В августе 1914 г. сложившаяся система экспорта нарушилась, что затронуло интересы поставщиков хлопка в США, Индии и Египте, производителей кофе в Бразилии, каучуковые плантации Малайзии, производство нитратов в Чили и туристический бизнес, начавший формироваться в Швейцарии и Великобритании.

Меры, принимавшиеся в разных странах для спасения рынка ценных бумаг и финансовой системы, могли иметь различия, но их

¹¹⁷³ Roberts R. *Scroders: Merchant & Bankers* / R. Roberts. – London: Macmillan, 1992. – P. 153–154.

принцип был общим: приостановка биржевых операций, закрытие фондовых бирж, мораторий на выплату долгов, срочная государственная помощь финансовым институтам, оказавшимся на грани краха. Осознав масштабы начавшейся войны, правительства были готовы пойти гораздо дальше в спасении финансовых рынков, чем во время обычных финансовых кризисов, – в Великобритании даже обсуждался план освобождения банков от всех долгов.

Наиболее универсальным решением было закрытие бирж. Биржи в Мадриде, Монреале и Торонто были закрыты ещё 28 июля, в Амстердаме, Берлине, Брюсселе, Будапеште, Вене и Риме – 29 июля; в Петербурге и странах Южной Америки – 30 июля. Парижская биржа ограничила операции 25 и 27 июля, а 3 сентября была закрыта полностью. Когда 31 июля 1914 г. Лондонская биржа была закрыта, это вызвало оживление в Нью-Йорке, где многие понимали, что начавшаяся война – это шанс на радикальный прорыв для Нью-Йорка¹¹⁷⁴, но и Нью-Йоркская биржа была временно закрыта 31 июля. После закрытия бирж операции с ценными бумагами продолжались на неорганизованных рынках – маклеры собирались на улицах финансовых столиц, и нередко сделки с бумагами заключались по телефону. Хотя вскоре биржи были открыты, работали они со значительными ограничениями, касавшимися прежде всего операций с иностранными бумагами. Обычный порядок операций с ценными бумагами был восстановлен лишь к середине 1920-х годов.

Во Франции сумма банковских кредитов, отягощавших биржу, достигла в начале войны 625 млн франков (25 млн фунтов). Эта сумма была принципиально меньше, чем в Англии (250 млн фунтов), но тоже весьма значительна для того, чтобы угрожать стабильности Парижской биржи. Значительная часть этой суммы была вложена в сделки, не завершённые к моменту начала войны. На Парижской бирже 27 июля официальный рынок, *Parquet*, не был закрыт, но сделки приостановились. Неофициальный рынок, *Coulisse*, по словам обозревателя *The Economist*, был «в состоянии полного хаоса»¹¹⁷⁵.

¹¹⁷⁴ Noble H. G. S. *The New York Stock Exchange in the Crisis of 1914* / H. G. S. Noble. – N. Y.: The Country life press, 1915. – P. 9, 12–13, 30, 33.

¹¹⁷⁵ France – War Panic and the Bourse-Close of the *Coulisse* // *The Economist*. – 1914. – 1 August. Из банков начался отток золота, но Банк Франции обладал значительным золотым резервом в 4,1 млрд франков (165 млн фунтов), что позволяло французской финансовой системе в целом спокойно пережить начало войны (French War Finances // *The Economist*. – 1917. – 4 August). Когда к концу июля началось массовое изъятие вкладов из банков и отток золота, 1 августа 1914 г. правительство уполномочило

В финансовых кругах Берлина также началась паника. Общее падение цен на бумаги привело к закрытию биржи 30 июля, а обмен марки на золото был отменён 31 июля. В нейтральной Швейцарии, не принимавшей участия в войне, были закрыты биржи в Цюрихе, Женеве, Базеле; конвертируемость швейцарского франка отменена 30 июля, а 2 августа снятие вкладов в банках было ограничено суммой 200 франков для депозитных счетов. Закрыта была 16 июля и крупная Петербургская (Петроградская) биржа в Российской империи¹¹⁷⁶. Не избежала паники и Нью-Йоркская биржа, географически наиболее отдалённая от войны в Европе¹¹⁷⁷.

Кризис конца июля – начала августа 1914 г. длился всего лишь несколько дней, и во всех странах быстрое вмешательство со стороны государства помогло сохранить стабильность национальных финансовых систем. Вскоре вся эта паника была забыта – начавшаяся война изменила мировую финансовую систему намного глубже и серьёзнее, чем любой из кризисов. Изменился и ландшафт рынка ценных бумаг: к концу войны активы крупных банков (как в странах, участвовавших в войне, так и в нейтральных) состояли преимущественно из пакетов государственных облигаций, в том числе облигаций военных займов, массово выпускавшихся в годы войны. Роль государственных облигаций возросла и на биржах, и они снова имели почти такое же значение, как и на ранних

банки установить лимит на снятие вкладов с текущих и депозитных счетов. Расчёты по векселям, по которым подошёл срок оплаты, были отложены, а 5 августа была отменена конвертируемость франка на золото.

¹¹⁷⁶ «Прежде всего война сказалась на самом деликатном и капризном факторе современного хозяйства – бирже. Все биржи, в том числе Петроградская, ответили колоссальным понижением ценностей. Потребовались героические усилия для предупреждения всеобщего краха: биржи были закрыты, ликвидации отсрочены» (Титов И. В. Год войны и народное хозяйство / И. В. Титов // Торгово-промышленный мир России. Иллюстрированный ежегодник. Литературно-экономический, финансовый, торгово-промышленный и статистический обзор. – Петроград: «Торгово-промышленный мир России», 1916. – Ч. 1. – С. 3–7).

¹¹⁷⁷ На бирже начались продажи крупных пакетов американских бумаг, преимущественно их владельцами из Европы. 30 июля на Нью-Йоркской бирже отмечалось падение курсов всех бумаг: только лишь за этот день они снизились на 6%, а за следующие несколько дней – ещё на 10%. Начались разговоры о возможном закрытии биржи, но крупные банкиры были против этого, так как, по словам Генри Нобля, президента Нью-Йоркской биржи, война создавала для Нью-Йорка уникальный шанс отеснить европейских конкурентов и стать финансовым центром мира. Однако, чтобы избежать дальнейшего обесценивания бумаг, биржа всё же была закрыта 31 июля, через несколько часов после закрытия Лондонской биржи. Высказывались опасения в отношении вероятного падения курса доллара, способности США платить по своим внешним долгам, а также стабильности банков.

стадиях глобализации. В 1920 г. доля этих облигаций на Лондонской бирже достигала 30% общего объёма котировавшихся бумаг по сравнению с 11,5% в 1913 г.¹¹⁷⁸ Увеличение количества государственных облигаций на биржах было вызвано военными расходами, которые привели к значительному увеличению государственного долга в странах, участвовавших в войне. К 1920 г. государственный долг вырос на 169% во Франции, 155% в Великобритании и на 33% в США¹¹⁷⁹.

Начало войны поставило под угрозу всю сложившуюся к 1914 г. систему международных инвестиций и финансовых потоков. Были приостановлены проекты, недавно представлявшие столь перспективными: создание банкирским домом Бэрингов и Банком Шанхая синдиката для выделения Китаю кредита в 125 млн долларов; планы Ротшильдов разместить облигационные займы Бразилии на 50 млн долларов или Австрии на 80 млн долларов (австрийские облигации уже были выпущены в Лондоне банкирским домом Schrodgers) и многие другие. Из-за начала войны не удалось развернуть деятельность крупного финансового холдинга Russian General Oil Corporation, связанного с финансированием добычи каспийской нефти и созданного в Лондоне по инициативе влиятельного российского банкира Алексея Путилова, руководившего Русско-Азиатским банком.

А последствия войны создали более серьёзные экономические проблемы, чем кризис 1914 г., приведя к общему спаду в 1920–1921 гг., быстрому росту инфляции в Германии и Австрии, финансовому кризису на периферии Европы – в Италии, Испании, Португалии и, особенно, в Норвегии. Вся мировая экономическая система после войны стала принципиально другой, хотя те, кто пытался вернуть мировую финансовую систему к довоенному состоянию, до конца не понимали этих изменений. В сущности, именно эти изменения в мировой экономической и финансовой системах, вызванные войной, и привели к событиям конца 1920-х годов и «Великой депрессии» 1930-х.

Так кризис 1914 г. в начале Первой мировой войны завершил целую эпоху относительно спокойного экономического развития. Три последующих десятилетия состояние экономики определяли либо войны, либо подготовка к ним и ликвидация их последствий.

¹¹⁷⁸ Michie R. The London Stock Exchange / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2004. – P. 184.

¹¹⁷⁹ Obstfeld M. Sovereign Risk, Credibility and the Gold Standard: 1870–1913 versus 1925–1931 / M. Obstfeld, A. Taylor // Economic Journal. – 2003. – № 13. – P. 241–275.

Во многих странах государство в эти годы осуществляло прямое вмешательство в экономическую жизнь. За годы Первой мировой войны вмешательство государства в экономику достигло качественно нового уровня: не только в странах, непосредственно участвовавших в войне, но и в большинстве нейтральных государств правительство контролировало как военную, так и многие другие отрасли промышленности. В долгосрочной перспективе Первая мировая война положила конец европейской экономической экспансии, и в последующие десятилетия по мере уменьшения значения Лондона как финансового центра мира всё больше росла роль Нью-Йорка.

После того как Первая мировая война нарушила систему торговых связей и финансовых потоков, начался длительный и болезненный процесс дезинтеграции первой глобальной экономики, основанной на золотом стандарте – процесс этот завершился в 1930-е годы. Если в конце 1920-х годов объёмы мировой торговли были не меньше, чем в 1913 г., а может быть даже и больше, то картина радикально изменилась с 1929 по 1937 г., особенно после принятия в США, а за ними и в других странах законов о тарифах.

Мировой рынок ценных бумаг в годы войны

Неопределённой после начала войны была и дальнейшая судьба мирового рынка ценных бумаг, достигшего своего расцвета в 1913 г., когда его объёмы (как доля от национальных активов, условно сопоставимых с ВВП) составляли 41,4% в Великобритании, 26,0% во Франции, 18,5% в США, 11,0% в Германии, 5,8% в Японии, 2,0% в России¹¹⁸⁰.

К началу войны мировые рынки были переполнены ценными бумагами, и у правительств воюющих стран не было никаких планов в отношении того, что делать с финансовым кризисом. Вскоре после начала войны, когда первый шок прошёл, началось повышение активности на мировых рынках ценных бумаг. Во всех странах война вызывала значительный рост государственного долга¹¹⁸¹

¹¹⁸⁰ Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006. – P. 126.

¹¹⁸¹ В Германии с 4,9 млрд марок до 92,8 млрд; в Великобритании с 0,7 млрд фунтов до 7,5 млрд; во Франции с 33 млрд франков до 151,1 млрд; и даже в США, не принимавших прямого участия в войне, государственных долг вырос с 1,2 млрд долла-

Выпуск военных облигационных займов приобрёл массовый характер, и государственные облигации стали во всех странах чрезвычайно распространёнными и популярными, а в операции с ними вовлекалось множество новых инвесторов, никогда ранее не связанных с ценными бумагами.

Война значительно ограничила обращение иностранных ценных бумаг, и они почти полностью исчезли из обращения, особенно после того, как французские инвесторы утратили крупные капиталовложения в российских и турецких ценных бумагах. И даже в Лондоне, до войны бывшем основным рынком иностранных ценных бумаг, происходило значительное сокращение операций с ними. К 1919 г. британское правительство выкупило у инвесторов и перепродало затем в США американских бумаг на 655 млн фунтов, ещё на 400 млн фунтов таких бумаг британские инвесторы продали самостоятельно. Всё это уменьшило статус Лондона и Парижа как основных центров мирового рынка ценных бумаг.

Значение американского рынка ценных бумаг за годы войны росло по мере того, как американские инвесторы выкупали американские ценные бумаги (часто со значительной скидкой), до войны размещённые в странах Европы. Всего с 1914 по 1917 г. ими было выкуплено бумаг на 2 млрд долларов. Эта тенденция привела к тому, что мировой рынок ценных бумаг за годы войны почти полностью утратил значение, и начали доминировать национальные, внутренние рынки, переполненные государственными облигациями.

Взаимные долги участников войны

После окончания Первой мировой войны общий ландшафт мирового рынка ценных бумаг изменился. Если до 1914 г. Англия была основным мировым кредитором, в том числе и США, то после окончания войны распределение ролей стало иным. Теперь уже США стали основным мировым кредитором, в том числе и Англии, а финансовый центр мира начал перемещаться в Нью-Йорк. Европа превратилась из кредитора в должника. Война вызвала инфляцию во всех странах Европы, хотя и в разной степени¹¹⁸². К концу вой-

пов до 25,5 млрд (Scott I. O. Government Securities Market / I. O. Scott. – N. Y.: McGraw-Hill, 1965. – P. 11–13).

¹¹⁸² Валюты Германии, Греции, Польши и России полностью обесценились. Максимальной была гиперинфляция в Германии; в 1922 г. в России обращалось денег в

ны общий долг всех союзников (16 стран) США достигал 12 млрд долларов, в том числе около 5 млрд долларов – Англии, около 4 млрд – Франции. При этом 17 различных стран были должны Англии 11 млрд долларов (в том числе 3 млрд Франция и 2,5 млрд Россия)¹¹⁸³. Напряжённость на финансовых рынках усиливало и то, что величина банковских резервов по отношению к обязательствам заметно снизилась во всех странах: с 10 до 7% в Великобритании, с 20 до 12% во Франции и с 20 до 12% в США. Особенно заметным снижение было в Германии – с 39% до 4%. Это породило устойчивую тенденцию к дефляции, в послевоенные годы всё более тормозившей рост финансовых рынков и рынков ценных бумаг в странах Европы. Дефляционная идеология, порождённая отчаянными попытками цепляться за золотой стандарт, была худшим из возможных лекарств для мировой экономики.

Начавшиеся после окончания войны запутанные переговоры о репарациях – денежной компенсации со стороны Германии как инициатора войны – осложнялись тем, что участники переговоров постоянно выходили за пределы вопроса о компенсации Германией военных убытков. Англия и Франция хотели использовать немецкие репарации для частичного погашения собственных долгов США, образовавшихся за годы войны за счёт американских кредитов, взятых для покупки военного снаряжения и т. п. Великобритания и Франция заявляли, что они готовы уменьшить свои требования по размерам репараций, если США простят им часть долгов. Но представители США заняли юридически безупречную позицию, подчёркивая, что репарации – это штрафные выплаты для возмещения военных убытков и они не имеют никакого отношения к долговым обязательствам Англии и Франции, взятым добровольно. В результате длительных переговоров были приняты «план Дауэса» в 1924 г. и «план Юнга» в 1930 г., определявшие порядок

1,2 млн раз больше, чем в 1913 г., в Венгрии – в 315 раз, в Австрии – в 133 раза, в Швеции и Швейцарии – в 3,3 раза, в Испании – в 2,3 раза.

¹¹⁸³ Kindleberger C. *The World in Depression, 1929–1939* / C. Kindleberger. – Berkeley: University of California Press, 1986. – P. 24. Такая сложная взаимная задолженность создавала всё большую напряжённость на международном финансовом рынке из-за того, что капиталы постепенно перетекали к основному полюсу финансового притяжения и главному кредитору – США. Распространены были настроения, что США, требующие возвращения военных долгов, намеренно оттягивали своё вступление в войну, чтобы максимально ослабить страны Европы, сделав их финансово зависимыми от Америки и такой ценой обеспечить своё превосходство. Насколько это правда, трудно сказать, но после окончания Первой мировой войны так считали многие.

выплаты репараций, но практически выплачена была лишь небольшая их часть, а сам по себе вопрос о репарациях создавал постоянную напряжённость на мировых финансовых рынках, особенно в Германии. После начала реализации «плана Дауэса» в Германию стали поступать краткосрочные кредиты (дававшие возможность Германии выплачивать военные репарации в кредит), и немецкая экономика начала быстро восстанавливаться. Но этот период процветания длился недолго, и в начале 1929 г., когда, согласно «плану Юнга», были более жёстко определены сроки выплаты репараций, а в Германии накопились невыплаченные внешние долги, начался внезапный откат. Рейхсбанку пришлось предложить программу сокращения бюджетных расходов, рассчитанную до 1931 г.¹¹⁸⁴

Золотой стандарт

Довоенный мировой финансовый рынок был основан на системе золотого стандарта¹¹⁸⁵. Для золотого стандарта характерным было свободное движение золота между странами, за счёт чего обеспечивались фиксированные курсы национальных валют благодаря их свободной конвертируемости на золото (монеты). При такой организации финансовой системы потребности в международной координирующей организации не было. Слабой стороной системы золотого стандарта был нарастающий дисбаланс между странами, золотые запасы которых были по объективным причинам различны. Регулирующим механизмом для стран, в которых

¹¹⁸⁴ В 1928 г. долги Германии (включая долги по уплате репараций) достигали 75,2% ВВП, в 1929 г. – 86,3%, в 1930 г. – 81,5%, в 1931 г. – 104,5%. Долги по репарациям составляли более половины всех внешних долгов, и когда в 1931 г. репарации были отменены, внешний долг Германии быстро снизился до 45,9% ВВП. При этом ВВП в абсолютных показателях снижался с 89,9 млрд рейхсмарок в 1928 и 1929 гг. до 82,9 млрд в 1930 г., 58,1 – в 1931 г., 56,4 млрд – в 1932 г. (Ritschl A. Reparatons, Deficit and Debt Default: The Great Depression in Germany // The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today [Ed. by N. Crafts, P. Fearon]. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – P. 116).

¹¹⁸⁵ Золотой стандарт предусматривал, что принадлежавшие центральным банкам пакеты ликвидных ценных бумаг, номинированных в британских фунтах, относятся к резервным активам в такой же мере, как и золото. В некотором смысле такие международные резервные активы в форме ценных бумаг имели даже преимущество перед золотым запасом, так как при необходимости могли быть быстрее проданы.

рос дефицит, становилась не девальвация, а дефляция¹¹⁸⁶. Золотой стандарт обеспечивал доминирующее положение британского фунта, так как в эту эпоху Лондон был общепризнанным финансовым центром мира¹¹⁸⁷.

В 1922 г. на Международной конференции в Генуе было признано, что использование золота как универсального эквивалента утратило своё значение из-за неравномерности распределения золотых запасов между странами. Это означало начало длительного и болезненного процесса распада системы золотого стандарта, и к концу 1932 г. золотой стандарт сохранялся только в США, во Франции, в Бельгии, Нидерландах и Швейцарии. Великобритания начала активную политику возрождения золотого стандарта – эта активность была последним напоминанием о былом могуществе Британской империи¹¹⁸⁸. Упорную борьбу за возрождение золотого стандарта трудно объяснить экономическими мотивами – в её основе было только стремление любой ценой вернуть былую славу и величие Британской империи, бесповоротно утасующие в новых

¹¹⁸⁶ Золотой стандарт, специфический «монетарный порядок» конца XIX – начала XX в. (монетарным порядком называлось тогда то, что сегодня – финансовой архитектурой), начал формироваться во второй половине XIX в., особенно после подписания договора о Латинском монетарном союзе в 1865 г. и начале действия этого договора в 1866 г. В 1867 г. во время международной выставки в Париже на международной конференции по монетарной политике были обсуждены практические шаги по внедрению золотого стандарта. Девиз выставки – *L'Empire c'est la Pax* («Империя – это мир») – подразумевал, что цивилизованные нации вместо того, чтобы бороться на полях сражений, будут теперь соревноваться в развитии промышленности и торговли. Так был предпринят решающий шаг в направлении экономической и финансовой глобализации.

¹¹⁸⁷ Однако доминирование британского фунта не следует переоценивать – перед Первой мировой войной крупнейшие финансовые центры (Париж, Берлин и Нью-Йорк) проводили вполне самостоятельную политику и общемировой валютой было всё же золото, а не британский фунт. За время Первой мировой войны золотой паритет сохранил только доллар, курсы валют остальных государств – участников войны – относительно золота значительно снизились и стали нестабильными. К февралю 1920 г. курс фунта снизился на 35%, французского франка на 64%, бельгийского франка на 62%, итальянской лиры на 71%, немецкой марки на 96% (Palyi M. *The Twilight of Gold, 1914–1936: Myths and Realities* / M. Palyi. – Chicago: H. Regnery Company, 1972. – P. 118–119).

¹¹⁸⁸ В британских финансовых кругах многие считали, что система плавающих валютных курсов совершенно неприемлема и что жизненно необходимо вернуться к довоенному золотому паритету фунта и к курсу 4,86 доллара за фунт. В то время мало кто понимал, насколько непреодолимыми окажутся трудности в достижении этой цели, и среди немногих сторонников установления реалистичного курса фунта (3,20–3,50 доллара за фунт) был разве что Лайонел Роббинс (Robbins L. *The Great Depression* / L. Robbins. – New York: Macmillan, 1934 (Transaction Publishers, 2009). – P. 77–87).

условиях послевоенного мира. Британцы до конца так и не понимали, что после войны Америка стала основным источником капиталов и мировым кредитором, а финансовый центр мира смещается из Лондона в Нью-Йорк.

Попытка восстанавливать золотой стандарт после Первой мировой войны стала основной роковой ошибкой, создавшей многие проблемы конца 1920-х и 1930-х годов. Реальные условия на мировых финансовых рынках после Первой мировой войны изменились, и задача восстановления золотого стандарта изначально была невыполнима, лишь создав сильнейшее напряжение и породив глобальный дисбаланс золота, что и привело в конечном счёте к серии кризисов в 1929–1931 гг. и «Великой депрессии». Характерным примером того, что последовало за попытками сохранить золотой стандарт, был массовый отток золота в США в 1920-е годы и абсолютное доминирование американских золотых запасов на фоне постоянного растущего дефицита золота в Европе¹¹⁸⁹.

Попытки Великобритании сохранить обмен фунта на золото приводили лишь к постоянному оттоку золота из Лондона и хро-

¹¹⁸⁹ Вероятно, упорное стремление восстановить золотой стандарт (и вера в то, что это возможно) было основано на связях Банка Англии и ФРС США, определявших не только личной дружбой руководителей этих организаций, Монтегю Нормана и Бенджамина Стронга, но и общими контактами британских и американских финансовых с Морганами. Стронг был ставленником Морганов, и это общеизвестно, – не имея права предоставлять займы другим странам, Стронг использовал банкирский дом Моргана как проводник своей финансовой политики. Однако и Норман также был вхож в «тайный мир Моргана», как называет его Рон Чернофф. Банкнотный дом Моргана был важнейшей частью общего замысла Нормана по реорганизации экономических систем европейских стран, конечной целью которой было возрождение финансового значения Лондона как мирового финансового центра (Chernow R. *House of Morgan: An American Banking Dynasty and the Rise of the Modern Finance* / R. Chernow. – N. Y.: Atlantic Monthly Press, 1990. – P. 244–246). К концу 1924 г. могло сложиться впечатление, что этот план работает и цель восстановления золотого стандарта достижима и реалистична. Учётные ставки в США стали на 1,5% ниже, чем в Великобритании, и отток британского золота приостановился. Когда цены в Америке стали расти, курс фунта по отношению к доллару вырос с 4,35 до 4,78 доллара за фунт, и к началу 1925 г. казалось, что цены в фунтах настолько приблизились к ценам в золоте, что восстановление золотого стандарта может произойти в ближайшее время. Тем более, что в 1925 г. уже не ставилась цель вернуться к классическому довоенному золотому стандарту, при котором бумажные деньги обменивались на золотые монеты, используемые в повседневных платежах. По упрощённой версии золотого стандарта 1920-х годов британские фунты могли обмениваться не на монеты, а на дорогостоящие золотые слитки, не связанные с повседневными расчётами и применимые только в крупных банковских операциях. В Великобритании возвращение к золотому стандарту действительно произошло 20 марта 1925 г., но эта система, получившая название «золотодевизный стандарт», долго не просуществовала и была отменена в 1931 г.

нической слабости фунта, ещё более усиливавшейся от того, что Франция, в стремлении вернуться к золотому стандарту, начала в 1928 г. избавляться от своих валютных запасов (хранившихся в британских фунтах), конвертируя их в золото. В 1928–1931 гг. Банк Франции создал колоссальный отток золота из центральных банков других стран, достигший за эти годы 30 млрд франков, вызвав этим значительное сжатие финансовых рынков и усилив процессы дефляции. А после того как в сентябре 1931 г. Великобритания отказалась от золотого стандарта, Банк Франции инициировал ещё больший отток золота на 24 млрд франков, усиливая сжатие мировых финансовых рынков. В 1931–1936 гг. Франция, восстановив золотой стандарт, пыталась организовать международный «золотой блок», что ускорило распад мировой системы золотого стандарта. Так Франция, с одной стороны, оказалась наиболее последовательным сторонником золотого стандарта, а с другой – её финансовая политика лишь усугубила начавшуюся «Великую депрессию».

Наиболее слабым звеном во всех этих тщетных попытках возродить золотой стандарт оставалась Германия с её проблемой репараций и попытками любой ценой избежать репарационных платежей, пусть даже за счёт гиперинфляции в начале 1920-х. «План Дауэса» и «план Юнга» – всё это перекачивание американских капиталов в Германию, чтобы заставить её выплачивать репарации в кредит, а потом возвращать долги – привели лишь к напряжённости в немецкой экономике (а в конечном счёте – к приходу к власти правых сил во главе с Гитлером). Не случайно в немецкой экономике ещё до «Великого краха» 1929 г. в США уже начался спад, предвещая цепочку дальнейших событий, подтолкнувших мир к «Великой депрессии» и Второй мировой войне. В сущности, выход из «Великой депрессии» начался лишь после того, когда руководители мировых финансовых систем рынков отказались от любых попыток вернуться к золотому стандарту и стали применять «ортодоксальные» принципы управления финансами.

Возникновение глобального дисбаланса золота

Довоенные суммарные золотые запасы Великобритании, Франции, Германии и США оценивались в 1913 г. в 5 млрд долларов. К 1923 г. за счёт добычи золота суммарный золотой запас вырос до 6 млрд долларов, но так как послевоенные цены в США и

Великобритании были на 50% выше довоенных, то покупательная способность золота снизилась на 25%.

Перед войной мировые запасы золота распределялись в целом равномерно (наибольший золотой запас был у США – около 2 млрд долларов, наименьший в Германии – около 0,8 млрд долларов). После войны за счёт перетекания золота в США и образования военных долгов возник значительный дисбаланс золотых запасов: 4,5 млрд долларов из 6 млрд было сосредоточено в США, золотой запас Германии был почти полностью израсходован, а запасы Великобритании и Франции значительно сократились. Неравномерность распределения золота привела к возникновению общего глобального дисбаланса (возможно, первого глобального дисбаланса такого рода) между переизбытком свободных финансовых ресурсов в США и их дефицитом в Европе из-за огромных долгов европейских стран.

«Великий крах» и «Великая депрессия»

Подъём 1920-х годов, который предшествовал кризису 1929 г., и был наиболее бурным в США, ощущался во всех странах, даже в отягощённой долгами по репарациям Германии, ожившей на время благодаря американским кредитам. К 1927 г. объёмы рынков ценных бумаг (по отношению к национальным активам) составляли 47,4% в Великобритании, 28,0% в США, 19,8% во Франции, 14,5% в Японии, 4,6% в Германии и 0,6% в России¹¹⁹⁰.

В 1929 г., когда в Германии началась рецессия, подобные процессы происходили во многих странах – бум на американском рынке ценных бумаг притягивал к себе капиталы со всего мира. Чтобы предотвратить отток золота в США, в феврале 1929 г. Банк

¹¹⁹⁰ Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006. – P. 174. В США «пять лет с небольшими перерывами курсы акций шли в гору, невзирая ни на что. Темп их роста всё более ускорялся. Последние шесть месяцев перед крахом были периодом подлинной спекулятивной оргии, по своему размаху не имеющей прецедентов в истории... магнит лёгкой прибыли притягивал всех». По словам М. Рубинштейна, «биржевая горячка охватила... широчайшие слои населения», а «разговоры о том, что спекулянты составляют [лишь] 1% населения, не имеют никакого основания». Однако «массовые мелкие акционеры», владеющие несколькими акциями, «не имеют абсолютно никакого влияния на ведение дел акционерных обществ» (Рубинштейн М. Мировой экономический кризис 1930 года / М. Рубинштейн. – М.–Л.: Государственное издательство, 1930. – С. 11, 28).

Англии повысил учётную ставку с 4,5 до 5,5%, хотя в стране уже был экономический спад; в марте подняли ставки Италия и Нидерланды, в Германии учётная ставка достигла 7,5%, а в Австрии и Венгрии – 8%. Рецессия охватила все страны Центральной Европы, а сокращение производства отмечалось даже в таких растущих экономиках, как Австралия, Канада и Аргентина.

«Великий крах» в октябре 1929 г. «приковал внимание всего мира... для многих этот крах стал как бы ударом грома среди ясно-го неба»¹¹⁹¹. Кризис на американском рынке ценных бумаг длился недолго, как и все биржевые кризисы. Но с 1929 по 1933 г. стала всё более углубляться общая рецессия: суммарный ВВП основных стран сократился на 25%, цены на товары снизились в два раза, на 30% упал уровень заработной платы, а без работы осталось 25% трудоспособного населения. Банковский кредит сократился в США на 40%, в других странах – ещё больше. Экономические и финансовые трудности ощущались практически во всех частях мира.

В 1931 г. по миру прокатилась волна банковских кризисов (в Австрии, Германии, во Франции, в Бельгии, а также в Дании, Чехословакии, Финляндии, Греции, Венгрии, Италии, Польше, Испании и других странах). Особенно глубоким и длительным был банковский кризис в США. За банковским кризисом последовала волна дефолтов по внешним долгам (Австрия, Германия, Венгрия, Польша, Румыния, все страны Латинской Америки). Ключевым фактором в процессе быстрого распространения депрессии по всему миру был золотой стандарт, выполнявший роль механизма, связывавшего экономические системы различных стран в единое целое. Для мирового рынка ценных бумаг коллапс золотого стандарта и усугубляющаяся депрессия имели гораздо более тяжёлые последствия, чем сам по себе кризис в США 1929 г., так как нарушались сами основы функционирования рынка – взаимное доверие и система общемировых связей.

К началу 1931 г. «Великая депрессия» была в разгаре. Она действительно заслуживает титула «Великая», ведь экономический спад, начавшийся после финансового кризиса, затронул почти все страны, приведя к сокращению производства¹¹⁹². Прибыли сокра-

¹¹⁹¹ Рубинштейн М. Мировой экономический кризис 1930 года / М. Рубинштейн. – М.–Л.: Государственное издательство, 1930. – С. 11.

¹¹⁹² В 1932 г. уровень ВВП сократился в развитых странах в среднем до 83% по сравнению с 1929 г. (100%), уровень цен – до 73%, объёмы торговли – до 76,5%. Безработица выросла в среднем до 30% по сравнению с 7% в 1929 г. Цены на рынке

тились в среднем на 50%, объёмы операций на рынке ценных бумаг – также на 50%. Наибольшим было сокращение производства в США и Германии – на 40%¹¹⁹³. Банковская система была дестабилизирована во всех странах. В мае 1931 г. прекратил работу крупнейший австрийский банк *Creditanstalt*, активы которого превышали 250 млн долларов, а в июне обанкротился один из крупнейших немецких банков *Danatbank*. Это привело к массовому изъятию вкладов, из страны начался отток капиталов и были объявлены банковские каникулы. Вскоре после этого усилилась нестабильность и в британской банковской системе, вызванная оттоком капиталов из Лондона. Инвесторы начали понимать, что в условиях кризиса Великобритании всё труднее выполнять свои долговые обязательства. У Кейнса не было никаких сомнений по поводу причин «Великой депрессии». «Я понял, и понял без всяких сомнений, что сокращение инвестиций... вот та причина, полностью объясняет современное положение дел», – говорил он в 1931 г.¹¹⁹⁴

В общей напряжённой атмосфере усиливалось предчувствие, что надвигается всеобщая финансовая (а может быть, и не только финансовая) катастрофа. По словам Арнольда Тойнби, в 1931 г. многие в мире вполне серьёзно говорили о том, что общество западного типа может перестать существовать¹¹⁹⁵. В подобном духе высказывался и управляющий Банка Англии Монтегю Норман, заявивший, что, если не будут приняты радикальные меры, капиталистическая система разрушится за год. По распоряжению Нормана в Великобритании даже были отпечатаны продовольственные карточки на тот случай, если начнётся внезапный финансовый кри-

акций в 1932 г. были минимальными: в Великобритании – 60,2% по сравнению с 1929 г. (100%), в США – 30,8%, в Германии – 38,5%.

¹¹⁹³ Часть промышленных предприятий пришлось закрыть, остальные были загружены не полностью, а из-за падения спроса цены на всю продукцию снизились на 25%. Количество безработных достигло в США 26%, в Германии – 21,8%, в Великобритании – 15,4%, во Франции положение было несколько лучше, но и там экономический спад был очевидным, а уровень безработицы достиг 10,2% (Temin P. *Lessons from the Great Depression / The Lionel Robbins Lectures for 1989* / P. Temin. – Cambridge, MA: The MIT Press, 1991. – P. 3).

¹¹⁹⁴ Keynes J. M. *An Economic Analysis of Unemployment* (Harris Lectures, 1931) / J. M. Keynes // *The collected writings of John Maynard Keynes*. Vol 13. – L.: Macmillan, 1973 – P. 349–351.

¹¹⁹⁵ Toynbee A. *Survey of international affairs, 1931* / A. Toynbee. – Oxford: Oxford University Press, 1932. – P. I.

зис¹¹⁹⁶. «Все, кого я встречаю, встревожены тем, что в сфере финансов может произойти что-то ужасное», – писал из Биаррица отдышавший там Черчилль¹¹⁹⁷.

Депрессия усугублялась до середины 1932 г., и одной из основных причин этого была неадекватная финансовая политика во всех основных странах: растущий бюджетный дефицит пытались покрыть увеличением налогов, а учётные ставки повышали в условиях углубления экономической депрессии. Последствия такой политики были весьма пагубными. К тому же, – и это было наиболее важным обстоятельством, – в конце 1920-х и в начале 1930-х годов Англия уже не могла быть мировым экономическим лидером, а США не желали (или не были готовы) брать на себя эту роль.

С середины 1930-х годов началось относительное восстановление экономических систем – прежде всего в Великобритании, где не было такого бума на рынке акций, как в США, а вследствие этого не было и столь острого кризиса. Вслед за британской экономикой началось восстановление в США, а также в Германии и Японии, хотя в последних двух странах оно было вызвано прежде всего подготовкой к войне и возникновением плановых и централизованных экономических систем, созданных авторитарными режимами¹¹⁹⁸. Те страны, которые дольше других оставались приверженцами золотого стандарта, медленнее восстанавливали свои экономики после депрессии (Франция, Бельгия, Нидерланды, Швейцария). Так, Великобритания и скандинавские страны, отказавшиеся от золотого стандарта в сентябре и октябре 1931 г., начали восстанавливать свои экономические системы гораздо раньше, чем страны, отошедшие от золотого стандарта в 1934 г. (Франция, Италия и др.).

¹¹⁹⁶ Schuker S. The End of French Predominance in Europe: The Financial Crisis of 1924 and the Adoption of the Dawes Plan / S. Schuker. – Chapel Hill, NC: University of North Carolina Press, 1976. – P. 291.

¹¹⁹⁷ Hassall C. Edward Marsh, Patron of the Arts, a Biography by Christopher Hassall / C. Hassall. – N. Y. Longmans, 1959. – P. 570.

¹¹⁹⁸ В Великобритании в 1935 г. цены на рынке акций достигли уровня 1929 г., ВВП – 106,6% уровня 1929 г. В США в 1935 г. цены на рынке акций были лишь 63,1%, ВВП – 88,6% (100% он достиг в 1936 г., 105% в 1937 г., но снова снизился до 10% в 1938 г.). В Германии в 1936 г. цены на рынке акций составляли 68% уровня 1929 г., ВВП – 99,6%. В последующие годы ВВП быстро рос за счёт военной промышленности: 110,8% в 1936 г., 123,2% в 1937 г., 135,0% в 1938 г.; цены на рынке акций повышались не так быстро и составляли 80,3% в 1936 г., 80,7% в 1937 г., 89,6% в 1938 г. (Crafts N. Depression and Recovery in the 1930s: An Overview / N. Crafts, P. Fearon // The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today [Ed. by N. Crafts, P. Fearon]. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – P. 3).

Кризис 1929 г. и экономическая депрессия 1930–1933 гг. нарушили не только сложившийся порядок на мировых финансовых рынках, но и привычный образ жизни множества людей, став причиной массовых беспорядков в Европе, в результате которых к власти пришли фашистские режимы в Германии, Италии и Испании, подтолкнувшие мир ко Второй мировой войне. На окраинах Берлина, Гамбурга, Дрездена и многих американских городов появились поселения безработных, построенные из всего, что попало под руку. Массовая безработица в Германии была одной из основных причин того, что национал-социалистическая партия Гитлера, обещавшего обеспечить всех работой, получила 6,5 млн голосов, а её количество мест в парламенте выросло с 12 до 107.

Депрессия 1930-х годов привела к усилению государственного регулирования во всех странах. На смену идеям свободной торговли и свободного движения капиталов пришёл государственный национализм. Влияние экономической депрессии ощущалось около десяти лет, до самого начала Второй мировой войны. Это была целая эпоха 1930-х годов, вошедшая в историю под названием «Великая депрессия». За время «Великой депрессии» отчётливо проявилась потребность в новой финансовой архитектуре, хотя практически приступить к её созданию удалось только в 1944 г.

США: нелёгкая роль мирового кредитора

Возрастание значения США

«Америка стояла на заре двадцатого века... нация паровых экскаваторов, локомотивов, воздушных кораблей, двигателей внутреннего сгорания, телефонов и двадцатипятиэтажных зданий»¹¹⁹⁹. Первая мировая война, значительно ослабив экономические и финансовые системы Великобритании и других европейских государств, превратила США в наиболее богатую мировую державу и основного в мире кредитора. Президент Вудро Вильсон считал, что, поскольку Америка финансирует остальной мир, она получает и возможность руководить им. Так начиналась эпоха экономического и политического влияния Америки.

¹¹⁹⁹ Докторов Э. Рэгтайм / Э. Докторов. – royallib.ru/book/doktorou_edgar/regtaym.html.

Одним из верных признаков возрастания значения Нью-Йорка как финансового центра было увеличение количества иностранных бумаг, обращавшихся в США. С 1900 по 1913 г. на американском рынке было размещено около 250 иностранных займов на общую сумму около 1,5 млрд долларов¹²⁰⁰. В 1920-е годы, несмотря на попытки лондонского Сити вернуть себе былое влияние, для всех стало очевидным, что уже не Лондон, а Нью-Йорк стал основным международным финансовым центром. Тяготение мировых потоков капитала к Нью-Йорку говорило само за себя, несмотря на все попытки Лондона вернуть золотой стандарт и доминирующее положение британского фунта¹²⁰¹.

До начала Первой мировой войны политика США, в том числе и финансовая, была ориентирована на изоляцию и невмешательство в европейские дела. Лето перед началом войны на финансовом рынке США было спокойным. Четыре года подряд цены на акции почти не менялись, а объёмы операций с ценными бумагами были невелики. Но когда Нью-Йорка достигли известия о том, что Австрия объявила войну Сербии, а в России началась всеобщая мобилизация, индекс Доу-Джонса снизился на три пункта – с 79 до 76, а цены на акции опустились на 7%. Хотя никто не считал, что Америка будет реально участвовать в войне, военные действия в Европе означали, что потоки капитала из Европы в Америку приостановятся. К тому же европейские кредиторы могли потребовать досрочного погашения кредитов (объём этих кредитов, предоставленных США и подлежащих погашению во второй половине 1914 г., достигал 500 млн долларов). Все эти опасения привели к тому,

¹²⁰⁰ Одной из основных причин повышения привлекательности американского рынка для капиталов стал рост банковских активов в США: с 1900 по 1910 г. их объём увеличился почти в два раза, с 10,78 до 22,4 млрд долларов. Активы институциональных инвесторов также выросли – у основного из них, страховых компаний, они увеличились за это время с 1,7 до 3,8 млрд долларов. Почти в два раза большим стало и количество индивидуальных инвесторов, с 4,4 млн в 1900 г. (около 6% населения США) до 7,4 млн в 1910 г. (около 8%) (Burk K. *Money and Power: the shift from Great Britain to the United States* / K. Burk // *Finance and Financiers in European History, 1880–1960* / Ed. by Youssef Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 1992. – P. 360).

¹²⁰¹ Показательны суммы иностранных займов, размещённых в 1920-е годы через биржи Нью-Йорка и Лондона. Если в 1924 г. в США было размещено иностранных ценных бумаг на 969 млн долларов (в Великобритании – на 134 млн долларов), то в 1927 г. – уже на 1337 млн долларов (139 млн), а в кризисном 1929 г. – на 671 млн (94 млн) (Burk K. *Money and Power: the shift from Great Britain to the United States* / K. Burk // *Finance and Financiers in European History, 1880–1960* / Ed. by Youssef Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 1992. – P. 364).

что за несколько дней курс доллара (до того стабильно державшийся на уровне 4,86 за фунт) начал снижаться, а капиталы стали утекать из США.

В 1914 г. в США была фаза общего сокращения экономической активности, переходящая в лёгкую форму депрессии. Но уже в декабре 1914 г. всё изменилось – начало войны вызвало экономический подъём в Америке. В Европе рос спрос на американские боеприпасы и многие другие товары, производство которых во время войны в европейских странах было нарушено. За годы войны экспорт США вырос на 50%, а промышленное производство – на 20%, и, хотя население США в 1920 г. составляло лишь 6% общемирового, здесь производилось почти 50% мировой промышленной продукции.

Во время Первой мировой войны американские товары покупались в Европе частично за счёт кредитов, бравшихся Великобританией и Францией у США на суммы до 2 млрд в год, но в основном за золото, и американские золотые резервы выросли с 2 до 4 млрд долларов. В кругах американских финансистов это вызывало беспокойство: они понимали, что после окончания войны золото начнёт выводиться обратно в Европу, и это дестабилизирует финансовую систему США. В том же случае, если золото осядет в хранилищах американских банков, это приведёт к дефициту финансовых ресурсов в Европе, усилению общемирового финансового дисбаланса и непредсказуемым последствиям. Как показали дальнейшие события, эти опасения были обоснованными.

Общие убытки, причинённые войной, были огромны. В Германии и Франции, наиболее вовлечённых в военные действия, производство сократилось на 30%, в Англии – на 5%. Сумма военных расходов стран Европы достигла 200 млрд долларов, и значительная часть из них была взята в долг у США. Так Америка, менее всего затронутая войной, оказалась в наиболее выгодном положении, а Первая мировая война необратимо изменила и финансовую, и политическую роль США по отношению к остальному миру. Федеральная резервная система – ФРС (Federal Reserve System), в 1914 г. обладавшая лишь небольшим реальным влиянием, после получения в своё распоряжение огромных запасов золота стала крупнейшим игроком на мировых финансовых рынках¹²⁰².

¹²⁰² ВВП США вырос с 17,4 млрд долларов в 1899 г. до 40 млрд в 1914 г. (что приблизительно было равно совокупному ВВП Великобритании, Франции и Германии к началу войны). К 1918 г. он увеличился более чем на 50%, превысив 60 млрд долларов, а к 1929 г. достиг 103,1 млрд долларов. Добавленная стоимость промышлен-

«Займы Свободы» и появление массовых индивидуальных инвесторов

За годы войны в США были выпущены крупные военные облигационные займы – «Займы Свободы» (Liberty Loans), получившие такое название от изображения на облигациях статуи Свободы – символа Америки. Облигации первого из займов приобрело 4 млн человек, второго – 9,4 млн, третьего – 18,4 млн и четвертого – 22,8 млн¹²⁰³. В 1917 г. в США было 350 тыс. покупателей облигаций, а в 1919 г. – более 11 млн человек. Большинство из подписчиков на военные займы никогда ранее не были связаны с облигациями и рынком ценных бумаг, и в этом смысле война стимулировала в США (как и в Великобритании) выход на рынок ценных бумаг множества новых индивидуальных инвесторов, открывших для себя новый и ранее не испытанный способ хранения своих сбережений. Поэтому Казначейство в 1919 г. назвало размещение военных займов Liberty Loans «величайшим финансовым успехом в истории»¹²⁰⁴. Возможно, слова о «величайшем финансовом успехе» были преувеличением, но использование Казначейством Федеральной резервной системы и тесно связанного с ФРС Федерального резервного банка Нью-Йорка было новым и достаточно удач-

ной продукции с 1899 г. по 1929 г. повысилась с 4,7 до 30,6 млрд долларов (Baskin J. B. A History of Corporate Finance / J. B. Baskin, P. J. Miranti. – Cambridge: Cambridge University Press, 1997. – P. 167; Ahamed L. Lords of finance. 1929, the Great Depression, and the bankers who broke the world / L. Ahamed. – L.: Windmill Books – Random House, 2010. – P. 95, 100).

¹²⁰³ Доходы по облигациям Liberty Loans не облагались налогом, но вначале инвестиционные банки и многие инвесторы скептически относились к перспективности этих займов и к возможности успешно разместить облигации на такие крупные суммы. Казначейство, выпускавшее облигации, направляло их в Федеральный резервный банк Нью-Йорка, распределявший облигации среди других банков и биржевых брокеров для продажи индивидуальным покупателям. Казначейство контролировало размещение облигаций, которым руководил Льюис Франклин из Guaranty Trust Company of New York. Первоначально размещение облигаций проходило достаточно вяло, но когда большие пакеты облигаций «Займов Свободы» с невысоким номиналом – 100 долларов – были проданы без комиссионных инвестиционным банкам и дилерам ценных бумаг, этот маркетинговый ход Казначейства США оказался удачным. Большинство крупных банков заинтересовались облигациями военных займов и занялись их размещением. Интерес банков был оправдан – они верно уловили новую тенденцию на рынке ценных бумаг.

¹²⁰⁴ Glass C. An Adventure in Constructive Finance / C. Glass. – N. Y: Doubleday, 1927. – P. 116.

ным ходом, придав новому и пока ещё мало известному ведомству – ФРС – престиж и влияние на финансовом рынке.

Что же касается индивидуальных инвесторов, то их привлекало в облигациях «Займов Свободы» отсутствие налогов на доходы. Ранее инвестиционные банки и биржевые брокеры интересовались лишь крупными инвесторами, а мелкие индивидуальные потенциальные покупатели ценных бумаг (которых к 1919 г. оказалось более 10 миллионов) вынуждены были обращаться в букмекерские конторы (от англ. bookmaker – «делающий ставку»), больше связанные с бегам и со скачками¹²⁰⁵.

Многие из новых мелких инвесторов неожиданно для себя поняли, что вложение своих сбережений на рынке ценных бумаг, то ли через букмекерские конторы, то ли через «Займы Свободы», – хороший способ уклонения от налогов. В то время система налогообложения позволяла без труда скрывать прибыли, полученные на рынке ценных бумаг (во всяком случае, это было гораздо проще, чем скрыть заработки). Это также привлекало на рынок многих новых инвесторов из различных слоёв общества.

Если ранее ценные бумаги (особенно акции) приобретали в основном инвесторы с высокими доходами (более 20 тыс. долларов в год) и в 1914 г. таких инвесторов было около 80%, то уже в 1921 г. их количество сократилось до 47%. На смену им всё чаще приходили инвесторы с невысокими доходами (1–5 тыс. долларов в год): в 1917 г. их было 9,5%, а в 1921 г. – 23%. Так за годы войны за счёт военных займов произошёл радикальный сдвиг в сторону демократизации американского рынка ценных бумаг¹²⁰⁶.

Более осторожные инвесторы ограничивались вложением сбережений только в облигации, но парадокс был в том, что даже инвесторы, избегавшие рынка ценных бумаг, не могли уйти от его влияния. Коммерческие банки и инвестиционные трастовые компании выдавали крупные брокерские кредиты и были тесно вовлечены в спекуляцию на рынке ценных бумаг, а когда позже, во второй половине 1920-х годов, брокеры начали массово выдавать индивидуальным инвесторам кредиты за счёт средств, также взятых

¹²⁰⁵ Букмекерские конторы собирали деньги с мелких клиентов (обычно это были небольшие взносы), вкладывая их в игру на бирже по определённым позициям. Сам клиент, сделавший свою ставку, не принимал никакого участия в игре, никогда не был реальным владельцем ценных бумаг и даже не видел их. Букмекер, использовавший деньги клиентов для собственной спекулятивной игры, выплачивал им часть прибыли (в том случае, если он играл честно), нередко заниженную.

¹²⁰⁶ Smith M. A History of the global stock market. From Ancient Rome to Silicon Valley / M. Smith. – Chicago: University of Chicago Press, 2004. – P. 110–111.

ими в кредит у банков, на рынке стала возникать грандиозная спекулятивная пирамида, в конечном результате приведшая к краху 1929 года.

Начало «эпохи процветания»

Во время Первой мировой войны на рынках ценных бумаг возник естественный спад, в особенности коснувшийся цен на акции. В Великобритании курсы снизились за годы войны на 6,7%, во Франции – на 9,7%, в США – на 9,4%, в Италии – на 27,6%. Во время подъёма на рынке акций, начавшегося после окончания войны, курсы бумаг выросли в Великобритании на 44,1%, во Франции – на 80,7%, в США – на 21,1%, в Италии – на 111,8%. Во время недолгого спада в 1920 г. наибольшим было снижение курсовой стоимости акций в США – 24,9% и во Франции – 16,1%. В Великобритании цены акций снизились на 9,8%¹²⁰⁷.

В Америке, менее всего затронутой военными действиями, сразу после окончания войны начался общий потребительский бум, приведший к росту инфляции. Федеральный резервный банк начал повышать учётную ставку. В 1917 г. она составляла 3,5%, в 1918 г. – 4%, оставаясь такой до апреля 1919 г.¹²⁰⁸ Начался экономический спад и волна банкротств. К середине 1920 г. депрессия стала развиваться особенно быстро (с мая 1920 г. по июнь 1921 г. цены резко упали на 56%) и более 2,5 млн человек остались без работы. Но к концу 1921 г. экономика снова стала расти.

В декабре 1921 г. ФРС снизила учётную ставку до 4,5% и начался длительный период экономического подъёма 1920-х годов (Roaring Twenties – «бурные двадцатые годы», как их называли американцы), «эпоха джаза» и мир «великого Гэтсби»¹²⁰⁹, воспетые

¹²⁰⁷ Common Stock Price Movements in Selected Nations, 1918–1929 // New York Times. – 1921. – January 1.

¹²⁰⁸ Инициатором повышения ставки был руководивший банком Бенджамин Стронг, в конце сентября 1919 г. вернувшийся из Европы. Он предлагал ещё больше повысить ставку – с 4% до 4,75% с целью борьбы со спекулятивными настроениями рынка. Стронга не поддерживали ни Совет управляющих ФРС, ни руководители других федеральных резервных банков, понимавшие, что такая мера сразу же вызовет торможение роста. Но Стронгу всё же удалось настоять на своём (Фридман М. Монетарная история Соединённых Штатов. 1887–1960 / М. Фридман, А. Шварц. – К.: Ваклер, 2007. – С. 218, 220–221).

¹²⁰⁹ Джей Гэтсби, герой романа, быстро разбогател на нелегальной продаже алкоголя (в октябре 1919 г. в США был принят «сухой закон» и продажу алкогольных напитков временно запретили). Что означало в то время «быстро разбогател» и каковы

Скоттом Фитцджеральдом в романе «Великий Гэтсби» и других книгах. Двадцатые называли «десятилетием доллара» и «новой эрой», а начало «всеобщего процветания» было провозглашено президентом Кэлвином Кулиджем – процветания, связанного с новыми технологиями: автомобилестроением, электро- и радиотехникой.

Развитие автомобильной промышленности в США стимулировало и другие отрасли, связанные с металлообработкой, добычей нефти и т. п. Когда в Америке возникла мода на «всеобщую автомобилизацию», автомобили Форда стали доступны обычным представителям среднего класса. Считалось, что каждая семья из этой социальной группы должна не только иметь свой автомобиль, но и переселиться из квартиры в пригородный коттедж, доступный благодаря наличию машины.

Когда «в Хайленд-Парке, штат Мичиган, первый автомобиль модели “Т” шатко съехал с конвейерной линии в траву под ясными небесами... изобретатель смотрел на него издали... Он изобрёл и разработал идею разбивки рабочих операций на простейшие элементы так, чтобы любой олух мог их производить». Так появился конвейер. Однако «достижения Форда не вознесли его... на вершину пирамиды, ибо вершина была уже занята другим человеком» – Джоном Морганом¹²¹⁰.

могли быть доходы у таких, как Гэтсби? «Сухой закон» начал действовать с 1 января 1920 г., а действие романа происходило в середине 1922 г. – у героя было максимум полтора года, чтобы разбогатеть. Известно, что один из знаменитых главарей мафии 1920-х годов, Аль Капоне, признал на суде, что его доходы от нелегальной продажи алкоголя составляли 1 млн долларов за два года (1924–1925 гг.). Вероятно, за полтора года Гэтсби мог получить максимум миллион. К этому можно добавить доходы от операций с облигациями, которыми занимались люди Гэтсби, получая доход около 100 тыс. долларов в год. Вместе с облигациями доходы Гэтсби вряд ли могли превышать 1,2 млн долларов за полтора года. Впрочем, если считать, что финансовое благополучие в современном понимании гарантирует надёжность и стабильность жизни, то богатство таких героев 1920-х годов, как Джей Гэтсби, само по себе ничего не гарантировало – на эти деньги можно было лишь купить товары (включая приносящие доходы ценные бумаги и недвижимость) и услуги, т. е. потратить на потребление (Roose K. Was the Great Gatsby Broke? / K. Roose. – <http://nymag.com/daily/intelligencer/2013/05/was-the-great-gatsby-broke.html>).

¹²¹⁰ «До этого Генри Форд был простым производителем машин. Сейчас он испытал такой мощный экстаз, какого до него не сподобился ни один американец, не исключая и Томаса Джефферсона. Он заставил машину повторять саму себя до бесконечности... Контролируя скорость конвейера, он может контролировать уровень выработки. Он вовсе не хотел, чтобы рабочий горбатил больше, чем надо. Каждая секунда должна быть необходима для работы, но ни одной секундой больше. Исходя из этих принципов, Форд установил конечную задачу индустриального производства – не только части продукции должны быть внутризамениемы, но и люди, выпускаю-

Вместе с подъёмом в экономике США начался потребительский бум – в магазинах спросом пользовались стиральные машины и пылесосы, мало распространённые в Европе; только в одном Нью-Йорке автомобилей было столько же, сколько во всей Германии. С 1923 по 1929 г. ВВП на душу населения вырос на 12,6% – с 763 до 859 долларов. Качество жизни в Америке в целом было намного выше, чем в европейских странах: рабочие на предприятиях получали по 6 долларов в день, а в Европе – в лучшем случае 2 доллара.

Начали вырисовываться очертания «американской мечты» об обществе массового потребления, отчётливо проявившиеся в 1950-е годы¹²¹¹. Символами новых ценностей общества потребления стали популярные в первой половине 1920-х годов книги президента Г. Гувера «Американский индивидуализм» (American Individualism¹²¹²) и «Теория праздного класса» (The Theory of the Leisure Class¹²¹³) американского экономиста и социолога Торстейна Веблена (1857–1929), провозгласившего идею «престижного потребления» – потребления ради повышения своего статуса.

Идея эта оказалась в начале двадцатых годов весьма своевременной и пришлась по душе многим в США. Когда частные потребители стали приобретать более 70% всей промышленной продукции, «общество престижного потребления» стало реальностью. Но распределение доходов в этом обществе оказалось, как обычно, весьма неравномерным – 5% населения контролировали 90% всех богатств, а средняя заработная плата была менее 1500 долларов в год (0,48 доллара в час при 44-часовой рабочей неделе). Единственным выходом для участия в «престижном потреблении» был кредит.

шие эту продукцию, должны быть внутризаменяемы» (Докторору Э. Рэгтайм / Э. Доктору. – royallib.ru/book/doktorou_edgar/regtaym.html).

¹²¹¹ В эти годы среди американцев распространилась мода проводить время во Франции – стоимость франка была лишь 25% довоенной, и туда мог поехать любой американец, имевший 200 долларов (билет на пароход в туристическом классе стоил 80 долларов, а проживание во Франции обходилось очень дешёво). В Париже в 1926 г. жило 45 тыс. американцев, а около 200 тыс. туристов ежегодно приезжало на отдых. Всё больше богатых американцев появлялось на Лазурном берегу, а в Париже они по низким ценам скупали недвижимость, вызывая негодование французской прессы (Il y a 500 000 Etrangers a Paris // Le Journal. – 1925. – February 2).

¹²¹² Hoover H. American Individualism / H. Hoover. – N. Y.: Doubleday, Page & Company, 1922. – 72 p.

¹²¹³ Veblen T. The theory of the leisure class: an economic study of institutions / T. Veblen. – N. Y.: B.W. Huebsch, 1912. – 404 p.

В 1920-е годы с помощью кредита покупалось 60% автомобилей и 80% радиоприёмников, а общая задолженность по индивидуальным кредитам с 1925 по 1929 г. выросла с 1,3 млрд до 3 млрд долларов. На волне быстрого и неожиданного богатства начал формироваться целый стиль жизни в кредит, столь характерный для Америки на протяжении всего XX в., и особенно 1990-х годов, которые часто сравнивают с 1920-ми. Возможность получить в кредит прямо сейчас всё и сразу опьяняла многих, и задумываться о том, как этот кредит нужно будет отдавать, никому не хотелось. Жизнь в кредит стала неотъемлемой частью общества двадцатых годов, создавая американское понимание богатства и финансового успеха. Но в двадцатые годы, в эпоху «великого Гэтсби», богатство многие понимали как возможность приобретать предметы и символы роскоши, как возможность тратить легко доставшиеся деньги, не задумываясь о сохранении богатства. Более зрелое представление о финансовом благополучии, дающем стабильность жизни, основанную на рациональных расходах и пенсионном обеспечении распространилось позже, уже после «Великой депрессии» 1930-х годов.

Рынок ценных бумаг 1920-х годов

Американцев всегда считали нацией биржевых игроков – когда у американца появлялся миллион, он отправлялся с ним на биржу удвоить капитал, а если разорялся, то относился к этому философски и снова шёл работать простым клерком, чтобы повторить всё сначала¹²¹⁴. Однако, несмотря на пристрастие к биржевой игре и лёгкое отношение к возможному банкротству, реальный объём американского рынка ценных бумаг в 1913 г. был не так уж велик – 15 млрд долларов, примерно такой же, как и британского, хотя экономика США была в три раза больше британской. Капитализация рынка акций в 1913 г. составляла 39% ВВП (в Великобритании – 109% ВВП, во Франции – 78%, в Германии – 44%, в Японии – 49%, в России – 18%)¹²¹⁵. Не отличался американский рынок ценных бумаг в предвоенные годы и особой динамикой: индекс

¹²¹⁴ Sobel R. Panic on Wall Street: A History of America's Financial Disasters / R. Sobel. – N. Y.: Beard Books, 1999. – P. 223.

¹²¹⁵ Rajan R. The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century / R. Rajan, L. Zingales // Journal of Financial Economics. – 2003. – Vol. 69. – Table 3.15. – <http://www.seyan.info/files/the%20great%20reversals.pdf>.

Доу-Джонса колебался в пределах 50–100, а в 1920 г. долго держался на уровне 72. Быстрый рост рынка начался после того, как в 1922 г. ФРС снизило процентную ставку с 7 до 5% и длительное время удерживало её на этом сравнительно низком уровне. Удешевление кредита вызвало общий подъём 1920-х, индекс Доу-Джонса вырос с 67 в 1921 г. до 150 в 1925 г., доходы промышленных компаний с 1913 по 1925 г. увеличились в два раза.

В начале 1920-х годов наступили сроки погашения «Займов Свободы», и у 11 млн индивидуальных инвесторов появились свободные капиталы – колоссальный ресурс для новых инвестиций в ценные бумаги, выгодность которых стали понимать многие. Так началась одна из крупнейших инвестиционных волн XX в., – началась главным образом благодаря тому, что миллионы держателей погашаемых облигаций «Займов Свободы» получили свои деньги и прибыли, после чего поверили в надёжность ценных бумаг как инвестиционного инструмента.

В начале 1920-х годов, когда на рынке ценных бумаг начался устойчивый рост, основные индустриальные компании регулярно выплачивали дивиденды, чем повышали в глазах инвесторов престижность своих акций. Так, в 1921 г. General Electric выплачивала 12 долларов на акцию номиналом 100 долларов (12%), American Tobacco – 12%, Bethlehem Steel – 5%, International Harvester – 5%, Standard Oil of New Jersey – 5%. Биржевая стоимость акций была, как обычно, различной (например, для General Electric она колебалась в течение года в диапазоне от 109,5 до 143,75 доллара)¹²¹⁶. Компании предлагали выплачивать часть дивидендов своими акциями либо помещать часть прибыли в специализированные фонды типа инвестиционных трастовых компаний. Инвесторы в целом приветствовали эти инновации, особенно если они предлагались на фоне устойчивого роста дивидендов¹²¹⁷.

Банки своевременно предвидели появление нового социального слоя массовых инвесторов и к тому времени уже начали создавать сеть дочерних компаний, специализировавшихся на инвестициях в ценные бумаги. Одна из первых таких компаний появилась в 1908 г., когда в Нью-Йорке First National Bank создал дочернюю First Security Company. Первоначально операциями на рынке ценных бумаг занимался сам банк, имея обширный инвестицион-

¹²¹⁶ Range and Dividends for Selected Common Stocks // New York Times. – 1921. – December 31.

¹²¹⁷ Sobel R. The Great Bull Market. Wall Street in the 1920s / Sobel R. – N. Y.: W. W. Norton, 1968. – P. 33.

ный портфель. Но после того как банк подвергся критике со стороны государственного контрольного финансового управления (Controller of the Currency) за чрезмерную связь с рынком ценных бумаг, была учреждена дочерняя компания и ей был передан портфель ценных бумаг. Так First National Bank первым начал работать с инвестированием сбережений среднего класса, создав модель «финансового супермаркета» (financial supermarket).

К 1914 г. распространённой стала практика приобретения работавших на рынке ценных бумаг брокерских фирм, которым передавались банковские инвестиционные портфели, – это было отражением общей тенденции повышенного интереса коммерческих банков к появлению массовых индивидуальных инвесторов (так, в 1916 г. National City Bank купил нью-йоркскую брокерскую компанию Halsey and Company).

Подобно крупным специалистам по продаже недвижимости, известные брокеры были чем-то большим, чем просто агентами по продаже ценных бумаг. Они должны были принадлежать к слою состоятельных финансистов и сами быть достаточно состоятельными. Настоящий брокер должен был обладать манерами джентльмена, хорошо выглядеть и так же хорошо жить, как он выглядит¹²¹⁸. Некоторые известные брокеры были коллекционерами живописи или антиквариата – всё это помогало не только создать соответствующий имидж, но и находить клиентов, которые, как правило, не были случайными мелкими инвесторами – такие мелкие клиенты и обращались к мелким брокерами, к которыми и требования были попроще.

Идея «финансового супермаркета» была весьма популярной в США на протяжении всего XX в. «Финансовый супермаркет», ориентированный на массовых индивидуальных инвесторов, предлагал им комплекс финансовых услуг – банковских, инвестиционных, страховых и т. п. В 1920-е годы «финансовые супермаркеты» специализировались в основном на продаже индивидуальным инвесторам облигаций, до середины 1920-х годов доминировавших на рынке (сектор облигаций достигал 75%).

В первой половине 1920-х годов National City Bank открыл отделения по продаже ценных бумаг в 50 городах США. В этих отделениях идея «финансового супермаркета» нашла практическое воплощение – в каждом из них было отделение банка, предлага-

¹²¹⁸ Pratt S. The Work of Wall Street / Pratt S., Crowell J. – N.Y.: D. Appleton & Company, 1920. – P. 216.

шее обычные банковские услуги, пункт продажи облигаций и трастовая контора. Клиент мог положить свои сбережения в банк на депозитный счёт либо приобрести облигации, а трастовая контора предлагала услуги по управлению собственностью, в том числе капиталом и пакетами ценных бумаг. National City Bank развернул обширную рекламную кампанию в прессе, чтобы привлечь внимание инвесторов к идее «финансового супермаркета»¹²¹⁹. Образцовым «финансовым супермаркетом» стала учреждённая National City Bank дочерняя National City Company (ею руководил Чарльз Митчелл), во второй половине 1920-х годов ставшая одним из крупнейших подписчиков на облигационные займы всех типов и продававшая своим клиентам ценные бумаги на 1–2 млрд долларов в год.

Компания Митчелла, опираясь на отделения National City Bank по всей стране, создала обширную сеть собственных филиалов, связанных частными линиями телефонной и телеграфной связи протяжённостью более 11 тыс. миль. В эту сеть входили сотни мелких дилеров, продававших ценные бумаги, а в штаб-квартире компании Митчелла в Нью-Йорке работало 2 тыс. человек. Представители компании утверждали, что они тщательно анализируют всю информацию о выпусках размещаемых ими облигаций, поэтому инвесторы могут не сомневаться в надёжности этих бумаг. Митчелл неоднократно заявлял, что его компания ни при каких обстоятельствах не отойдёт от этого принципа и не будет предлагать бумаги сомнительного качества. И действительно, многие облигации, распространявшиеся National City Company, сохраняли высокие котировки, хотя сегодня трудно оценить в полной мере качество этих бумаг.

Изобилие свободных капиталов у массы мелких инвесторов вызвало расширение облигационного рынка, и он стал весьма богатым и разнообразным. Основными его сегментами были государственные (казначейские) бумаги, муниципальные, корпоративные, а также иностранные облигации. Среди корпоративных облигаций облигации железных дорог, преобладавшие в XIX в., всё больше уступали место облигациям промышленных компаний.

Ассортимент иностранных облигаций значительно расширился после того, как ФРС и Банк Англии весной 1925 г. достигли соглашения о мерах по укреплению британского фунта и ограниче-

¹²¹⁹ Cleveland H. Citibank. 1812–1970 / H. Cleveland., T. Huertas. – Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1985. – P. 136–139.

нию утечки капитала из Великобритании. После этого доступ иностранных инвесторов на Лондонскую биржу был ограничен, и они переключились на Нью-Йоркскую биржу, тем более что учётная ставка в США была ниже и американские капиталы дешевле. Это вызвало поток иностранных ценных бумаг, прежде всего облигаций, устремившийся вместо Лондона в Нью-Йорк. А снижение учётной ставки в США и удешевление кредита стали одними из основных факторов, вызвавших беспрецедентный бум второй половины 1920-х годов на американском рынке ценных бумаг. Во время этого бума интерес инвесторов сместился с облигаций на акции, так как возможность быстро разбогатеть на рискованных спекуляциях с акциями была самым ярким элементом «американской мечты»¹²²⁰.

В Нью-Йорке все только и говорили о возможности разбогатеть на операциях с ценными бумагами, и модной стала книга Т. Веблена «Теория праздного класса»¹²²¹. «Люди сейчас делают куда больше денег, чем когда-либо прежде в своей жизни, покупают акции, стиральные машины... и ещё посылают деньги престарелым родителям... Широкая реклама, умение вздуть цены на бирже, расширение услуг телеграфных аппаратов, передающих сообщения с биржи, оборудование такими аппаратами всех брокерских контор, ясные увеличенные светящиеся строчки биржевых сообщений привели к вполне естественному результату – возникновению по всей стране повышенного интереса к фондовой бирже»¹²²².

Иногда можно встретить мнение, что «нет чёткого ответа, почему именно начался бум и почему он приобрёл такой размах к

¹²²⁰ Связь финансового капитализма и «американской мечты» о процветающем обществе массового потребления подробно рассматривается в другой, более ранней книге Чарльза Гейсса «Визионерский капитализм. Финансовые рынки и американская мечта в XX веке» (Geisst C. Visionary capitalism: financial markets and the American dream in the twentieth century / C. Geisst. – N. Y.: Praeger, 1990. – 191 p.)

¹²²¹ Veblen T. The theory of the leisure class: an economic study of institutions / T. Veblen. – N. Y.: B.W. Huebsch, 1912 (впервые была издана в 1899 г.).

¹²²² Семейные корпорации отошли в прошлое, став немодными, и все предприниматели только и говорили об учреждении новых акционерных обществ. Один из героев романа Д. Дос Пассоса «Большие деньги» хочет «сам управлять заводом в провинциальном городке и потом передать его по наследству своим внукам. Всё это было вполне приемлемо на севере штата Нью-Йорк в далёком прошлом... Теперь же, если бизнес топчется на одном месте, не расширяется, можешь положить его на полку, забыть о нём». Вместе с партнёром Чарли они решают учредить «отдельную корпорацию» по производству самолётов. Чарли становится её вице-президентом с зарплатой 25 тыс. долларов в год; с учётом инфляции – почти 500 тысяч по сегодняшним курсам (Дос Пассос Д. Большие деньги / Д. Дос Пассос. – <http://librs.net/index.php?id=123965>).

концу десятилетия», так как в первой половине 1920-х годов большинство акций имело заниженную оценку¹²²³. С таким мнением трудно согласиться – ничего загадочного в начале американского бума не было, как и в том, почему он стал столь масштабным. Окончание войны и готовность общества к потребительскому ажиотажу, заторможенному повышением ставки и спадом 1919–1920 гг., создали значительный потенциал на финансовых рынках, и, как только учётная ставка была снижена в конце 1921 г. до 4,5%, объёмы кредитования банками промышленных компаний стали быстро расти. В 1922 г. для этого предназначалось 47% всех кредитов (для рынка недвижимости – лишь 9% в 1922 г. и 18% в 1929 г.). Увеличивалось количество кредитов под залог ценных бумаг – корпоративных облигаций и акций (около 30% в 1926 г.)¹²²⁴. Это изобилие свободных капиталов питало экономический подъём 1920-х годов в США, стимулируя биржевую игру и рынок ценных бумаг, а новые, «высокотехнологичные» для своего времени компании General Motors, General Electric, Radio Corporation of America и другие обеспечивали устойчивый рост рынка акций¹²²⁵.

Особенно модными были акции автомобильных компаний, а рекламный буклет «Крайслер» утверждал, что любой, кто купил на 100 долларов акции компании в 1923 г., к 1929 г. заработал 1353 доллара. Вложившему в 1920 г. 10 тыс. долларов в акции General Electric обещали, что к 1929 г. он будет иметь 1,5 млн долларов. Цифры были заманчивыми для всех, и то же самое касалось не менее модных электро- и радиотехнических компаний, а также первых авиационных предприятий – Pratt & Whitney, Northrop Aircraft, Sikorsky Aviation¹²²⁶.

Всплеск интереса к авиации (и, соответственно, к ценным бумагам авиационных компаний) возник после полёта в Париж в мае 1927 г. знаменитого пилота Чарльза Линдберга. Первый беспоса-

¹²²³ Smiley G. Rethinking the Great Depression / G. Smiley. – Chicago: Ivan R. Dee, 2002. – P. 10.

¹²²⁴ Fuller R. L. Phantoms of Fear. The Banking Panic of 1933 / R. L. Fuller. – Jefferson (North Carolina) and London: McFarland & Co Inc. Publishers, 2012. – P. 13.

¹²²⁵ Показательны данные о росте курсовой стоимости акций Radio Corporation of America (показаны максимальные за год значения) – в 1921 г. – 2,1 доллара; в 1922 г. – 6,25; в 1923 г. – 4,75; в 1924 г. – 67; в 1925 г. – 77; в 1926 г. – 62; в 1927 г. – 101; в 1928 г. – 420; в 1929 г. – 114,75 доллара. Обращает на себя внимание максимальный темп роста в 1927–1928 гг. и снижение в 1929 г. После биржевого краха к концу 1929 года эти акции стоили всего 26 долларов (Sobel R. The Great Bull Market. Wall Street in the 1920s / Sobel R. – N. Y.: W. W. Norton, 1968. – P. 39).

¹²²⁶ Parker S. The Great Crash. How the Stock Market Crash of 1929 Plunged the World into Depression / S. Parker. – L.: Piatkus, 2008. – P. 16.

дочный полёт через Атлантический океан привлёк всеобщее внимание (предыдущие 12 попыток были неудачными, шесть пилотов погибли). Самолёт стал символом самых передовых инноваций, экономического бума, успеха и далёких перспектив, казавшихся в те годы безоблачными и достижимыми.

«Над головой в голубом небе гудит самолёт... Трансконтинентальные пассажиры уютно устроились в мягких креслах... большие люди с банковскими счетами, у них хорошо оплачиваемая работа, их встречают у подъезда привратники, миловидные телефонистки приветствуют их, говорят “доброе утро!” Трансконтинентальный пассажир думает о контрактах, прибылях, путешествиях во время отпусков, об этом могучем континенте, протянувшемся от Атлантического до Тихого океана, о власти, о шелесте долларовых бумажек; перенаселённые города, безлюдные горы, индейская тропа, ведущая к гужевой дороге, асфальтированное платное шоссе, авиатрасса; поезда, самолёты: история ускорения ценой в миллиарды долларов»¹²²⁷.

Начало бума 1920-х годов на рынке ценных бумаг можно отнести ко второй половине 1924 г., когда наметилась тенденция к устойчивому росту курса акций. Этот рост продолжался в течение всего 1925 г. Средняя цена акций 25 крупнейших промышленных компаний в мае 1925 г. составляла 106 долларов, в конце года – 134 доллара, к концу 1925 г. – 181 доллар. Дальнейшее повышение курсов происходило в 1926 и 1927 гг.

Это не могло не привлечь внимание инвесторов. Если раньше акции приобретали преимущественно представители ограниченного круга состоятельных предпринимателей, то в 1920-е годы рынок акций стал действительно массовым, а интерес к этим бумагам затронул такие слои индивидуальных инвесторов, которые ранее никогда бы не рискнули вкладывать свои сбережения в акции. Отражением новых настроений и всеобщего интереса к бумагам акционерных компаний стало появление в 1924 г. книги Эдгара Лоуренса Смита «Акции как инструмент долгосрочного инвестирования», переизданной в 2003 г.¹²²⁸

«Скоро все мы будем с большими деньгами», – верит герой романа «Большие деньги» Чарли, и действительно, выпущенные его компанией акции быстро выросли в цене. На всю прибыль

¹²²⁷ Дос Пассос Д. Большие деньги / Д. Дос Пассос. – <http://librs.net/index.php?id=123965>.

¹²²⁸ Smith E. L. Common Stocks as Long Term Investments / Smith E. L. – N. Y.: Kessinger Publishing, 2003. – 136 p.

Чарли продолжает скупать акции. Вначале он делает это без какой-либо системы, наугад. «Чарли решил бросить монетку, чтобы попытаться судьбу. Выпал орёл. Он позвонил в офис и распорядился скупать акции по первой объявленной на следующий день цене». Вскоре он приобретает опыт и при первой же возможности начинает использовать инсайдерскую информацию, получив телеграмму от знакомого сенатора о готовящемся законопроекте. «На следующую ночь телеграфные агентства передали сообщение о внесении в конгресс законопроекта о субсидировании пассажирских аэролиний, и акции авиационных заводов мгновенно взлетели вверх. Чарли продал всё, что у него было, по самой высокой цене и... стал, потирая руки, ожидать окончательного результата». И хотя «вечерние газеты не подтвердили сообщения телеграфных агентств», свою прибыль Чарли уже получил. Через неделю он начал скупать упавшие в цене собственные акции, «но уже по цене на двадцать пунктов ниже»¹²²⁹.

1920-е годы получили название «великого бычьего рынка Кулиджа» (в 1925 г. Кэлвина Кулиджа избрали президентом на второй срок). Кулидж, «молчаливый Кэлвин» (Silent Cal), как его называли американцы, игнорировал все предупреждения о неминуемом кризисе со стороны министра торговли Герберта Гувера (будущего президента) и продолжал ослаблять государственное регулирование в финансово-кредитной политике.

В эпоху «бычьего рынка» возникли крупные акционерные корпорации в сфере автомобильной промышленности, электро-, радио- и фототехники – General Motors, General Electric, Radio Corporation of America (RCA), Eastman Kodak и др. Эти корпорации требовали значительного объёма акционерного финансирования, а выпущенное ими огромное количество ценных бумаг обеспечивало активную динамику рынка ценных бумаг в 1920-е годы. Стоимость акций, находившихся в обращении на рынке США, выросла с 405 млн долларов в 1910 г. до 9,4 млрд в 1929 г.¹²³⁰, а ежегодный объём операций с ценными бумагами на Нью-Йоркской бирже (New York Stock Exchange, NYSE) – со 159 млн долларов в 1909 г. до 1,1 млрд долларов в 1929 г. накануне кризиса (объём операций с облигациями в это время оставался приблизительно одинаковым, в диапазоне 2,8–3,4 млрд долларов).

¹²²⁹ Дос Пассос Д. Большие деньги / Д. Дос Пассос. – <http://librs.net/index.php?id=123965>.

¹²³⁰ Spieser P. Histoire de la finance: Le temps, le calcul, et les promesses / P. Spieser, L. Belze. – P.: Vuibert, 2005. – P. 353.

Одним из символов бума 1920-х годов стала компания General Motors, созданная в 1908 г. Уильямом Дюрантом, купившим несколько мелких автомобильных предприятий. В 1920 г. контрольный пакет General Motors приобрела семья Дюпон, и к этому времени компания производила 250 тысяч машин в год, давая прибыль 30 млн долларов (её капитализация была 200 млн долларов). К 1925 г. компания считалась самой успешной в США, она производила 800 тыс. машин в год (25% производства автомобилей) и давала 110 млн долларов прибыли. Курс акций General Motors с 1920 по 1925 г. вырос на 400%, с 25 до 100 долларов за акцию. Благодаря таким компаниям, как General Motors, General Electric, Radio Corporation of America, Eastman Kodak и др., ориентированным на технологические инновации, на рынке ценных бумаг начался быстрый рост.

Ежегодно в этот рынок инвестировалось около 1 млрд долларов¹²³¹, количество акций, обращавшихся на Нью-Йоркской бирже, увеличилось с 0,5 млн в 1925 г. до 0,757 млн в 1928 г. и 1,127 млн в 1929 г., а общая капитализация рынка акций возросла с 15 млрд долларов в 1913 г. до 34 млрд в 1925 г. и 64 млрд в 1929 г. Как считалось в те годы, нужно было быть глупцом, чтобы не принять участия в этой игре, обещавшей возможность быстро разбогатеть¹²³².

*Дисбаланс между быстрым ростом производства и
медленным ростом потребления*

Особенностью подъёма 1920-х было общемировое несоответствие между быстрым ростом производства и медленным ростом потребления (общемировое производство возросло в 1920–1930 гг. на 42%, а объём международной торговли товарами – только на 13%). Особенно сильным этот дисбаланс был в США, где даже в годы наибольшего бума (с 1921 по 1929 г.) потребление отставало от выпуска продукции. Философия общества массового потребления только начинала формироваться, и многие ещё не были готовы расставаться со своими сбережениями, а пользоваться кредитом также были готовы не все. Из-за этого объём производства вырос

¹²³¹ Ahamed L. Lords of finance. 1929, the Great Depression, and the bankers who broke the world / L. Ahamed. – L.: Windmill Books. – Random House, 2010. – P. 272–273.

¹²³² Parrish M. Anxious Decades. America in Prosperity and Depression, 1920–1941 / M. Parrish. – N. Y.: W. W. Norton, 1992. – P. 227–228.

только на 26%, промышленные предприятия нередко работали не на полную мощность (недогрузка производства достигала 19%), а количество безработных даже в лучшие годы оставалось не менее 2 млн человек¹²³³.

Дисбаланс производства и потребления породил тенденцию злоупотреблять легкодоступными кредитами, предлагавшимися с целью активизировать потребление – особенно после того, как после периода ограничений в предоставлении кредитов в начале 1920-х годов ФРС изменила в 1924 г. свою политику и стала стимулировать расширение кредитования, чтобы так способствовать экономическому росту.

Сбережения населения увеличивались, и многих привлекала возможность получить прибыль с помощью акций, связанных с новыми в то время технологиями – автомобильной и авиационной промышленностью, а также электро- и радиотехникой. К тому же прибыльность акций постоянно увеличивалась – с 1926 по 1929 г. она выросла с 9,5 до 11,4%. Хотя цены на акции были значительно завышены и разрыв между номинальной стоимостью и рыночной всё больше увеличивался, большинство инвесторов об этом не думали. До 80% акций покупались в кредит. Такие кредиты выдавались биржевым брокерам и индивидуальным клиентам для покупки ценных бумаг (около 25% стоимости бумаг инвестор оплачивал сразу, а остальную часть суммы – за счёт брокерского кредита). Кредиты для покупки ценных бумаг выросли с 1 млрд долларов в год в начале 1920-х годов до 9,2 млрд в 1929 г. Кроме того, дестабилизирующее влияние имело и то, что в США рынок ценных бумаг был тесно связан с денежным рынком. Объём инвестиций американских банков в ценные бумаги достиг в сентябре 1929 г. 6,5 млрд долларов.

Глобальный дефицит золота и политика ФРС США

В середине 1920-х далеко не все были в восторге от бума на рынке акций, и многие требовали от ФРС положить конец «разгулу спекуляции». Управляющий ФРС Адольф Миллер негативно относился к росту рынка ценных бумаг, полагая, что он отвлекает капиталы из реальной экономики. Особенное беспокойство у Миллера

¹²³³ Недогрузка производства и безработица отмечались преимущественно в текстильной, угольной и металлургической промышленности (Экономическая история мира: в 6 т. / Под общ. ред. М. В. Конотопова. – Т. 4. – М.: КноРус, 2008. – С. 32).

вызывало увеличение объёма брокерских кредитов – верный признак усиления спекулятивных настроений на рынке акций.

Миллера поддерживал министр торговли Герберт Гувер, будущий президент США. Оба считали, что в раздувании спекулятивного пузыря был виноват управляющий Федеральным резервным банком Нью-Йорка Бенджамин Стронг, искусственно удерживавший заниженную в условиях бума процентную ставку 4%, чтобы помочь управляющему Банку Англии Монтегю Норману удерживать завышенный курс фунта¹²³⁴. О дружеских отношениях между Стронгом и Норманом было известно (сохранилась их личная переписка), поэтому такая версия вполне правдоподобна. Впрочем, возможно, дело было не столько в личной дружбе, сколько в тесных связях и Стронга, и Нормана с Морганом.

При создании ФРС в этой организации изначально было заложено разделение функций между Советом управляющих и федеральными резервными банками (крупнейшим из них был Федеральный резервный банк Нью-Йорка, руководимый Стронгом). Эта организационная особенность Федеральной резервной системы в 1920-е годы создала массу проблем и породила постоянную борьбу за власть между Советом управляющих ФРС и Федеральным резервным банком Стронга. Первоначально Стронг и его банк имели большее влияние, чем Совет управляющих, затем позиции Стронга стали ослабевать, а после его смерти возросло значение Совета. Этой неявной борьбой за власть и конкуренцией объясняется многое в событиях двадцатых годов – частая несогласованность, а временами и непоследовательность политики ФРС в самые ответственные моменты во время бума и краха 1929 г., а также в годы последовавшей за крахом депрессии.

После того как для восстановления британского престижа (символом которого был стабильный курс 4,86 доллара за фунт) Великобритания в 1925 г. по инициативе Уинстона Черчилля, в те годы канцлера казначейства (министра финансов), вернулась к золотому стандарту, цены на английские товары (в долларовом эквиваленте) стали завышенными, и эти товары стали утрачивать конкурентоспособность на мировых рынках. Начался массовый отток золота из Великобритании в США. Остановить этот процесс могло бы только снижение учётной ставки в США и уменьшение привлекательности американского рынка для инвесторов.

¹²³⁴ Подробнее о попытках помощи Англии см.: Ротбард М. Великая депрессия в Америке / М. Ротбард. – М.: ИРИСЭН, 2012. – С. 228–248.

Ещё в 1925 году такая возможность обсуждалась на встрече представителей Англии, Франции, Германии и США. А в июле 1927 г. в США прибыли Монтегю Норман (управляющий Банком Англии), Шарль Рист (заместитель управляющего Банком Франции) и Ялмар Шахт (управляющий Рейхсбанком Германии). Целью встречи было обсуждение соглашения 1925 г. о взаимной политике «лёгких денег». Если бы американская сторона согласилась снизить учётные ставки, отток золота из Великобритании и с европейских рынков в целом уменьшился бы, а напряжённость на этих рынках ослабела бы. В таком случае золото, вывозимое из США, оседало бы в Европе, что способствовало бы стабилизации валют европейских стран. В результате переговоров было достигнуто соглашение о том, что возглавляемый Стронгом Федеральный резервный банк Нью-Йорка (а за ним восемь других резервных банков) снизит учётную ставку с 4% до 3,5%.

Это было сделано несмотря на многочисленные протесты критиков, предупреждавших, что такое решение, принятое с целью помочь европейским валютам в условиях растущего дефицита золота, может иметь весьма негативные последствия для США и придаст буму на рынке ценных бумаг неконтролируемый характер. Критики считали, что Норман вместе с Шахтом оказали давление на Стронга, внушив ему, что помощь Европе является приоритетной задачей и склонив его к принятию решения, нанёсшему в конечном счёте прямой ущерб интересам США и вызвавшему крах 1929 г.

И действительно, с 1925 по 1928 г. рынок ценных бумаг вырос более чем на 200%. К концу 1927 г. индекс Доу-Джонса превысил 200, а объём онкольных брокерских кредитов (увеличение которых уже вызывало беспокойство у многих, в том числе у Стронга) увеличился с 3,3 млрд долларов в начале 1927 г. до 4,4 млрд в начале 1928 г.¹²³⁵ и 9,2 млрд к октябрю 1929 г.¹²³⁶ Спрос инвесто-

¹²³⁵ Hoover H. Memoirs: The great depression, 1929–1941 / H. Hoover. – P. 11.

¹²³⁶ Fuller R. L. Phantoms of Fear. The Banking Panic of 1933 / R. L. Fuller. – Jefferson (North Carolina) and London: McFarland & Co Inc. Publishers, 2012. – P. 14. Среди компаний, получавших брокерские кредиты, выделялась Electric Bond and Share (157,6 млн долларов), Bethlehem Steel – 157,5 млн; Standard Oil of New Jersey – 97,8 млн; Tri-Continental – 62,2 млн; Chrysler – 60,2 млн; Cities Service – 41,9 млн; Anaconda Copper – 32,5 млн; American & Foreign Power – 30,3 млн; General Motors – 25,0 (Lundberg F. America's 60 Families / F. Lundberg. – N. Y.: Vanguard Press, 1937. – P. 221). Рос и объём этих кредитов с 4430 млн долларов (из них 1830 млн из небанковских источников) в декабре 1927 г. до 6440 млн (из них 3885 млн из небанковских источников) в декабре 1928 г. и до 8525 млн (из них 6640 млн из небанковских

ров на акции рос, что вызывало постоянное повышение их цены. Хотя учётная ставка ФРС составляла 3,5%, брокеры, кредитовавшие индивидуальных инвесторов в условиях динамичного расширения рынка, были готовы брать кредиты под 12% и более, что наглядно показывает выгодность спекулятивного бизнеса на рынке онкольных кредитов.

На рынке онкольных кредитов начали занимать капиталы банки и компании из других стран, что совершенно не входило в планы ни ФРС, ни европейских центральных банков, но повлиять на ситуацию они не могли – быстро растущий рынок брокерских кредитов был настолько прибыльным, что продолжал притягивать к себе капиталы со всего мира.

Банки обычно были материнскими компаниями для дочерних брокерских фирм. Банки брали крупные кредиты под 3,5%, затем кредитовали свои дочерние брокерские компании, которые кредитовали биржевых спекулянтов под 12%. Одним из самых крупных корпоративных участников на рынке онкольных кредитов была компания Standard Oil of New Jersey.

На фоне общего бума банки, воспользовавшись удешевлением кредита, увеличили свои инвестиции в акции, курсы которых стабильно росли. Пакеты акций начали скупать крупные компании – Standard Oil of New Jersey каждый день выдавала 69 млн долларов кредитов для вложения на рынке ценных бумаг, компании Electric Bond и Share – более 100 млн каждая. Некоторые компании (например, Cities Service) даже распродавали свои активы, используя полученные деньги для вложения их в акции¹²³⁷.

Повышение доступности кредитов, использовавшихся для приобретения ценных бумаг, стало верным признаком приближения дестабилизации рынка. И хотя в истории бывали периоды и более дешёвых кредитов, снижение ставки до 3,5% в сочетании с устойчивым повышением курса акций вызвали раздувание спекулятивного пузыря, первые признаки чего отмечались уже весной 1928 г.

Слишком быстрый рост рынка ценных бумаг беспокоил и Стронга, о чём он не раз упоминал в письмах Норману. Стронг понимал, что все кризисы, пережитые США начиная с 1837 г., начи-

источников) в октябре 1928 г. (Sobel R. *The Great Bull Market. Wall Street in the 1920s* / Sobel R. – N. Y.: W. W. Norton, 1968. – P. 117).

¹²³⁷ Stock Exchange Practices. Hearings before the Committee on Banking and Currency Pursuant to Senate Resolution 84 and S.Res. 56 and S.Res. 97: 1932–1934. – Washington, DC, 1934. – P. 16. – <http://fraser.stlouisfed.org/publications/sensep/>.

нались с раздувания рынка ценных бумаг, но было непросто провести грань между естественной реакцией рынка акций на экономический рост, вызванный технологическими инновациями, и спекулятивным пузырьём. В Америке не было никаких признаков инфляции, и Стронг принял решение, что со стороны ФРС не следует ограничивать рост рынка¹²³⁸. Хотя Стронга, удерживавшего низкие учётные ставки, считают одним из виновников краха 1929 г., в 1927 г. его позиция была по-своему верной: в сущности, на рынке ценных бумаг ещё не было спекулятивного пузыря, а его повышение соответствовало общему экономическому росту.

Цены на акции поднимались устойчиво, но не чрезмерно, а отношение цены к прибыли (один из основных показателей стабильности рынка) оставалось на уровне 11 – намного ниже опасного уровня 20, после которого, как считается, начинается переоценка бумаг и раздувание спекулятивного пузыря (в 1929 г. накануне краха этот показатель достигал 32). В одной из ведущих компаний, General Motors, с 1925 по 1927 г. прибыли выросли в 2,5 раза (годовой доход достигал 250 млн долларов), цены на акции – в 4 раза. Капитализация компании в 1927 г. составляла 2 млрд долларов, но при отношении цены к прибыли менее 9 такую оценку компании можно было считать вполне реалистичной и не завышенной.

Хотя Миллер и Гувер критиковали Стронга за взятый им с начала 1920-х годов курс на низкие процентные ставки, ФРС продолжала удерживать ставку на уровне 3,5%, мотивируя это тем, что во всём мире отмечалось снижение оптовых цен (в США в 1926 г. оптовые цены действительно снизились на 10%, розничные – на 2%). Такое снижение было признаком нарастающего глобального дефицита золота – страны, возвращающиеся к золотому стандарту (как это сделала Великобритания в 1925 г.), пытались увеличить свои золотые запасы, но количество золота в мире было ограниченным. Поскольку, согласно сущности золотого стандарта, цена золота была фиксированной, увеличение его дефицита отражалось не на цене самого золота, а на снижении оптовых цен на остальные товары.

Переизбыток свободных капиталов в США приводил к тому, что они всё больше экспортировались в другие страны, в основном в Великобританию (одна из крупнейших в то время британских компаний – дочернее подразделение американской General Electric

¹²³⁸ Chandler L. V. Benjamin Strong: Central Banker / L. V. Chandler. – Washington, DC: Brookings Institute, 1958. – P. 428.

– на 40% принадлежала инвесторам из США). Экспорт капитала стимулировался появлением нового финансового инструмента – американских депозитарных расписок (American Depositary Receipts, ADRs), использование которых давало возможность обойти ограничение на международные операции с ценными бумагами¹²³⁹.

Экспорт капитала из США значительно сократился вследствие раздувания спекулятивного пузыря на американском рынке акций в 1928–1929 гг. – всё внимание инвесторов было обращено на акции и на брокерские кредиты, на которых можно было получить гораздо большую прибыль, чем на экспорте капитала.

Нарастание спекулятивного пузыря на рынке ценных бумаг

В начале 1928 г. Б. Стронг признал, что снижение ставки до 3,5% было ошибкой, и в феврале ФРС повысила ставку до 4%, в мае – до 4,5% и в июне – до 5%. Но многие (начиная с А. Миллера) считали, что именно этот шаг Стронга в 1927 г. стал тем толчком, который породил последовательность событий, приведших к краху 1929 г. и к «Великой депрессии» 1930-х годов¹²⁴⁰.

К середине 1928 г. уже были все признаки, что на рынке ценных бумаг, в основном акций, начинает надуваться грандиозный спекулятивный пузырь¹²⁴¹. Такой рост рынка акций был тесно свя-

¹²³⁹ Депозитарная расписка (англ. depositary receipt) – производная ценная бумага, предназначенная для упрощения выхода национальных эмитентов акций и облигаций на развитые рынки ценных бумаг других стран и для вложения капиталов в иностранные ценные бумаги. Депозитарная расписка подтверждает право собственности на определённое количество акций, облигаций или других ценных бумаг иностранного эмитента, переданных для хранения в банк-депозитарий. Биржевая цена депозитарной расписки изменялась в зависимости от цены на базовые ценные бумаги. В 1927 г. банк J. P. Morgan для операций с ценными бумагами английской компании Selfridges Retail Ltd. выпустил первые депозитарные расписки (тогда они назывались депозитарными сертификатами, ADS).

¹²⁴⁰ С 1925 по 1929 г. количество промышленных предприятий выросло со 183,9 тыс. до 206,7 тыс., а объём выпущенной продукции – с 60,8 до 68 млрд долларов. Индекс промышленного производства ФРС США, составлявший 67 пунктов в 1921 г. и 100 пунктов в 1923–1925 гг., в июле 1928 г. достиг 110, а в июне 1929 г. – 126 пунктов.

¹²⁴¹ Его размеры были беспрецедентны, что хорошо видно при сопоставлении не абсолютных цифр объёмов выпуска новых акций (бывших во второй половине XX в. значительно большими), а отношения объёма их эмиссии к ВВП. В 1900 г. этот показатель составлял около 0,5% ВВП, в 1903 г. около 1%, с 1908 по 1922 г. колебался в диапазоне 0,5–2,5% и в 1928–1929 гг. достиг максимума 6,5% ВВП. В дальнейшем

зан с новыми технологиями – автомобилестроением, радиотехникой, авиационной промышленностью. С одной стороны, именно технологические инновации (как и во всех других акционерных бумагах) вызвали этот рост рынка акций, с другой – растущий рынок акций обеспечивал финансированием новые отрасли промышленности¹²⁴². Если в финансировании американской автомобильной промышленности рынок акций имел в 1920-е годы ограниченное значение по сравнению с иностранными инвестициями¹²⁴³, то в развитии авиационных и радиотехнических предприятий именно этот рынок обеспечивал основное финансирование новых компаний.

Ко второй половине 1929 г. индекс Доу-Джонса поднялся с 300 до 380¹²⁴⁴. Курсы акций выросли почти на 100% без всякой связи с увеличением доходов корпораций (в 1928–1929 гг. они повышались в среднем на 10% в год)¹²⁴⁵. Объём операций с акциями

этот максимум так и не был превзойдён – до 1970 г. объём эмиссий колебался в диапазоне 0,5–1,0% ВВП, в 1980-е был в диапазоне 0,5–1,5%, в 1990-е годы был около 1,5% ВВП (O'Sullivan M. *Funding new Industries: A Historical Perspective on the Financial Role of the U.S. Stock Market in the Twentieth Century* / M. O'Sullivan // *Financing Innovation in the United States, from 1870 to the Present* / Ed. by N. Lamoreaux, K. Sokoloff. – Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 2009. – P. 168). Подробнее о признаках приближения кризиса см.: Ротбард М. Великая депрессия в Америке / М. Ротбард. – М.: ИРИСЭН, 2012. – С. 249–260.

¹²⁴² До 1890-х годов на рынке американских корпоративных бумаг преобладали железнодорожные облигации и акции, а бумаги промышленных предприятий были представлены лишь угледобывающими и текстильными компаниями. Начиная с 1890-х на рынке стало появляться всё больше и больше индустриальных акций, что продолжалось до 1929 г.

¹²⁴³ Общий объём капиталов, инвестированный в автомобильную промышленность, вырос с 50 млн долларов в 1904 г. до 367 млн в 1909 г., 1936 млн в 1919 г., 2742 млн в 1929 г. В результате этого доля акций автомобильных компаний на рынке ценных бумаг увеличилась с 0,4% в 1904 г. до 4,4% в 1929 г. (O'Sullivan M. *Funding new Industries: A Historical Perspective on the Financial Role of the U.S. Stock Market in the Twentieth Century* / M. O'Sullivan // *Financing Innovation in the United States, from 1870 to the Present* / Ed. by N. Lamoreaux, K. Sokoloff. – Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 2009. – P. 164, 175).

¹²⁴⁴ Индекс Доу-Джонса для индустриальных предприятий в 1918 г. составлял 89,07 (здесь и далее показаны максимальные значения за год), в 1919 г. – 119,62; в 1920 г. – 109,88; в 1921 г. – 81,50; в 1922 г. – 103,43. Далее до краха 1929 г. отмечается его устойчивый рост. В 1923 г. – 105,38; в 1924 г. – 120,51; в 1925 г. – 159,30; в 1926 г. – 166,64; в 1927 г. – 202,40; в 1928 г. – 300,00; в 1929 г. – 381,17. После кризиса 1929 г. индекс начал снижаться до 294,07 в 1930 г. и 194,36 в 1931 г. (*The Dow Jones Investor's Handbook* / Ed. Maurice L. Farrell. – N. Y.: Dow Jones Books, 1966. – P. 50–51).

¹²⁴⁵ Одними из наиболее быстро растущих стали акции Radio corporation of America (RCA), курс которых только лишь за один день 12 марта поднялся на 18 пунктов. За

на Нью-Йоркской бирже быстро увеличивался с 237,3 млн долларов в 1923 г. до 282,1 млн в 1924 г., 452,2 млн в 1925 г., 449,1 млн в 1926 г., 576,9 млн в 1927 г., 920,6 млн в 1928 г., 1124,9 млн в 1929 г.

В биржевую игру включилось около 2–3 млн неопытных индивидуальных инвесторов, что было верным признаком начала биржевого ажиотажа; среди новых участников биржевой игры около 30% составляли женщины. «Женщины проникли на рынок акций. Из гостиной, кухни и магазинов, из школы и театра они устремились сюда в надежде на лёгкое и быстрое обогащение»¹²⁴⁶. А старых биржевиков, игравших по правилам, оттеснила масса новых участников биржевого бума, игравших интуитивно. «Игра на рынке акций стала модным времяпрепровождением, и неопытные новички заполнили биржу... Такой публики сейчас на Уолл-стрит тысячи, а может быть даже миллионы. Эти непрофессиональные трейдеры лихорадочно покупают и продают акции... Соблазн разбогатеть на такой игре велик, и мало кто помнит о возможности неудачи»¹²⁴⁷. Количество брокерских контор выросло с 700 в 1925 г. до более чем 1600 в 1929 г., а газеты постоянно публиковали обычные во время биржевых бумов истории о том, как очередной начинающий инвестор быстро разбогател.

Среди трейдеров на рынке акций наиболее знаменитым в те годы был, пожалуй Уильям Дюрант, в один из основателей General Motors. Продав свой пакет акций GM Моргану и Дюпонам, Дюрант полностью погрузился в спекуляции на рынке акций. Организовав синдикат, в который вошли его друзья и знакомые, Дюрант создал крупный пул инвестиционных капиталов, приобретя акций на 4 млн долларов (по примеру Дюранта создание таких пулов в конце 1920-х быстро стало популярным методом инвестирования на рынке акций).

По слухам, накануне краха 1929 г. Дюрант только за три месяца заработал 50 млн долларов, а его годовая прибыль достигала 100 млн, что быстро сделало его знаменитым биржевиком. Дюрант сделал ставку на публичность информации о своей деятельности, и

год курс акций RCA вырос с 85 до 420 (хотя по этим акциями обещанные дивиденды так никогда и не были выплачены), Du Pont – с 310 до 525, Montgomery Ward – со 117 до 440, Wright Aeronautic – с 69 до 289 долларов.

¹²⁴⁶ McMullen F. D. Army of Woman, who Watch the Ticker, Queen Nefertiti / F. D. McMullen // The New York Times. – 1929. – March 31. – P. 139.

¹²⁴⁷ Wamsley W. F. The Magnet of Dancing Stock Prices / W. F. Wamsley // The New York Times. – 1929. – March 24. – P. 87.

пресса постоянно писала о его удачных сделках. Благодаря такой информационной открытости замысел Дюранта оправдался: публика стала относиться к нему с доверием, считая честным игроком и внимательно следила за тем, какие акции покупает Дюрант. Когда на эти акции начинался массовый спрос, их цена повышалась, и синдикат Дюранта с выгодой продавал акции. Схема была традиционной и вполне обычной для рынка ценных бумаг; говорить о том, что Уильям Дюрант был более честным игроком, чем другие, было бы, мягко говоря, наивно. Но кампания в прессе была спланирована им удачно – Дюрант широко использовал заказные статьи в газетах (такая практика была в то время привычной) и целенаправленно распространял слухи, выгодные для своего бизнеса.

Общий подъём на рынке ценных бумаг и ажиотаж на бирже затронули и внебиржевой рынок. В Нью-Йорке «уличная биржа» (Curb Exchange, дословно «биржа на тротуаре») возникла в начале XIX в. На ней обращались бумаги, не вошедшие в котировки Нью-Йоркской биржи, а среди брокеров «уличной биржи» сформировались свои традиции и правила операций. С начала XX в. на этой бирже стали определять свои котировки и составлять их список. Усилия придать «уличной бирже» более организованную форму привели к появлению в 1908 г. «Агентства Нью-Йоркского уличного рынка» (New York Curb Market Agency). Руководили агентством лидеры этого рынка Эммануэль Мендельс (Emanuel S. Mendels) и Карл Форцхеймер (Carl H. Pforzheimer). Чаще всего на «уличной бирже» проводились операции с акциями компаний, имевших небольшую капитализацию, не котирувавшимися на Нью-Йоркской бирже (New York Stock Exchange, NYSE). Иногда в круг операций уличной биржи попадали акции крупных компаний (Standard Oil, Du Pont, Otis Elevator и др.) и тогда она начинала конкурировать с Нью-Йоркской биржей. Во время бума 1920-х годов уличная биржа New York Curb Exchange переживала свой расцвет, переместившись с «улицы» в помещение и всё более напоминая обычную фондовую биржу. В 1953 г. биржа New York Curb Exchange была переименована в American Stock Exchange (AMEX) – эта биржа существует и сегодня.

Тридцатый президент Джон К. Кулидж, полномочия которого заканчивались, в обращении к нации 4 декабря 1928 г. сказал: «Мы переживаем самый длительный период процветания. Во внешней политике царят мир и добрая воля, основанные на взаимопонимании... ни один конгресс в истории Соединённых Штатов не встречался ещё со столь обнадеживающими перспективами, как в на-

стоящее время». Кулидж заявил, что экономика США «абсолютно здорова», а цены на акции «можно считать низкими»¹²⁴⁸. Но дальнейшие события показали, что Кулидж, известный сторонник политики невмешательства в экономику, глубоко ошибался.

После избрания 7 ноября 1928 г. нового президента Герберта Гувера биржевой бум продолжался – в этот день объём торгов на Нью-Йоркской бирже составил почти 4895 тыс. акций, 16 ноября – уже 6642 тыс. Позже в своих воспоминаниях Гувер написал, что ещё в 1925 г. его волновала «растущая волна спекуляции», которую он считал преступлением «опаснее убийства», за которое необходимо «строго наказывать»¹²⁴⁹.

Предостерегающие голоса

В прессе тех лет было немало предупреждений о том, что биржевой бум неизбежно закончится крахом. В частности, об этом говорил 8 марта 1929 г. известный финансист Пол Варбург (возглавлявший International Acceptance Bank), напоминавший, что история имеет свойство повторяться и, как уже не раз было, биржевой ажиотаж закончится грандиозным кризисом, который породит всеобщую депрессию. «По словам банкира Варбурга, ФРС утратила контроль над использованием кредитов и он перешёл в руки биржевых трейдеров. А когда контроль был утрачен, единственным выходом для ФРС стало повышение учётной ставки, что приведёт, скорее всего, к экономическому спаду по всей стране»¹²⁵⁰. Варбург призывал ФРС проводить более жёсткую политику, чтобы остановить спекулятивный бум, могущий привести не только к кризису, но и к глубокой депрессии. Но предостережения Варбурга были восприняты в основном негативно, и немало было разговоров о том, что, поскольку сам Варбург играет на понижение, его оценка состояния рынка ценных бумаг отражает не более чем корыстный интерес.

Вероятность краха прогнозировал Йозеф Шумпетер в опубликованной в 1928 г. во время наибольшего экономического подъ-

¹²⁴⁸ Hoover H. The Memoirs of Herbert Hoover: The Great Depression, 1929–1941 / H. Hoover. – New York: Macmillan, 1952. – P. 16.

¹²⁴⁹ Hoover H. The Memoirs of Herbert Hoover: The Great Depression, 1929–1941 / H. Hoover. – New York: Macmillan, 1952. – P. 5, 14.

¹²⁵⁰ Warburg Assails Federal Reserve // The New York Times. – 1929. – March 8. – P. 40.

ёма статье «Нестабильность капитализма»¹²⁵¹. В ней он поставил важный вопрос о том, стабильна ли в принципе экономическая система капитализма, высказав глубокую мысль о принципе «творческого разрушения», неотъемлемого от самой природы рыночной экономики. Для обеспечения динамизма развития рынка старые его формы должны постоянно разрушаться и отмирать, чтобы дать возможность развиваться инновациям. Мысль эта, сегодня воспринимаемая как нечто само собой разумеющееся, в то время была действительно новой и необычной.

Тревожные предостережения по поводу роста брокерских кредитов высказывали аналитики рейтинговых агентств Poor's и Standard Statistics Company (в дальнейшем эти агентства объединились в известную компанию Standard & Poor), называя ситуацию на бирже грандиозным блефом.

В прессе не раз появлялись тревожные высказывания о роли брокерских кредитов в раздувании спекулятивного пузыря, но в большинстве случаев они встречали резкую критику как неуместные попытки подорвать доверие к рынку ценных бумаг. Многие считали, что, пока общий объем кредитов для приобретения ценных бумаг не достигнет 12 млрд долларов, нет никакого повода для беспокойства, тем более, что рынок растёт. Обычными были рассуждения о том, что мировая экономика находится на пороге невиданного прорыва вперёд, а цены на акции будут и дальше держаться на таком же высоком уровне. Сегодня подобные высказывания кажутся странными, но летом 1929 г. они отражали всеобщий оптимизм участников рынка. И хотя тревожных предостережений в 1929 г. было достаточно, к ним не стали прислушиваться.

Индивидуальные инвесторы во время бума

Во время бума в обществе преобладали настроения, вызванные завораживавшей многих возможностью разбогатеть. Насколько эта возможность была реальной, а насколько воображаемой под влиянием рекламы, вопрос сложный. Популярный ведущий радиопередач Эдвин Лефевр рассказывал о том, как биржевой служащий заработал на акциях 250 тысяч долларов, а совершенно далёкая от

¹²⁵¹ Schumpeter J. A. The Instability of Capitalism / J. A. Schumpeter // Economic Journal. – 1928. – Vol. 38. – P. 361–386.

биржевой игры медсестра по совету своего пациента удачно получила прибыль 30 тысяч¹²⁵².

Таких историй в те годы публиковалось множество, но было бы неверным думать, что в 1929 г. всё население США массово играло на бирже – на самом деле, большинство было совершенно далёким от биржевой игры. Если обратиться к цифрам, то в 1929 г. в брокерских конторах (о раздутых кредитах которых так много говорили), было 1 548 707 счетов, из них 1 371 920 (89%) – на Нью-Йоркской бирже. Владельцы счетов составляли только 1,29% населения США (120 млн человек в 1929 г.). Если учесть, что по отчётам брокеров из 1,5 млн брокерских счетов лишь около 600 тыс. использовалось для спекулятивных операций, а 950 тыс. – для расчётов наличными деньгами, то количество лиц, действительно вовлечённых в акционерный бум, будет ещё меньше¹²⁵³. Вероятно, реальных участников биржевого бума 1929 г. было не более 1% населения¹²⁵⁴.

То, что массовость участия населения США в биржевой игре значительно преувеличивала пресса, было вполне обычным делом: в других странах, в том числе и в России в конце XIX – начале XX в., во время биржевого бума пресса также слишком много говорила о всеобщем и массовом участии в биржевом ажиотаже «всех слоёв» населения, сознательно или неосознанно разогревая этим рынок. Однако за первую половину 1929 г., когда, по распространяемым в обществе слухам, все «простые американцы» устремились на биржу, количество сделок на разности курсов ценных бумаг

¹²⁵² Allen F. L. Only yesterday: an informal history of the 1920's / F. L. Allen. – New York: Harper, 1931. – P. 237.

¹²⁵³ Гелбрейт Д. К. Великий крах 1929 года / Д. К. Гелбрейт. – Минск: Попурри, 2009. – С. 109–110.

¹²⁵⁴ Иногда называют цифру 3%. Но даже и эти трое из ста американцев, во время наибольшего бума готовые включиться в игру с акциями, часто ради игры на рынке ценных бумаг брали деньги в долг. «Кредит... Это было так типично для моего деда», – вспоминал известный финансист Уоррен Баффет (Шрёдер Э. Уоррен Баффет. Лучший инвестор мира / Э. Шрёдер. – М.: Изд-во «Манн, Иванов и Фербер», 2012. – С. 43). Эти инвесторы находились под влиянием не соответствующего действительности мнения, что доходность по акциям будет всегда большей, чем по облигациям, а также привлёкшей внимание многих статьи Джона Раскоба «Каждый достоин быть богатым» (Everybody Ought to be Rich), опубликованной в августе 1929 г. в популярном журнале Ladies Home Journal.

увеличилось лишь на 50 тыс.¹²⁵⁵, так что к высказываниям обо «всех американцах» следует относиться скептически.

С другой стороны, цифра 1% населения отражает лишь количество инвесторов, напрямую вовлечённых в операции на рынке через онкольные кредиты. Она не включает в себя тех, кто приобретал ценные бумаги через институциональных инвесторов (в том числе инвестиционные трасты) и банки, а именно на этих посредников приходился основной объём операций на рынке ценных бумаг. Поэтому бум на рынке акций был действительно массовым, и все эти истории о неожиданно разбогатевших неопытных инвесторах, которых так много было в американских газетах второй половины 1920-х годов, вполне правдоподобны. Но вкладывали эти неопытные инвесторы свои сбережения (часто весьма скромные) через хорошо развитую систему финансовых посредников.

ФРС, которая могла бы повысить ставку, сделать кредит менее доступным и ослабить ажиотаж на бирже, продолжала занимать пассивную позицию. И хотя Стронг признал свою ошибку и в 1928 г. ставка была поднята до 5%, он до последних своих дней (Стронг умер от туберкулёза в ноябре 1928 г.) считал, что ФРС не следует вмешиваться и необходимо выждать, пока ажиотаж спадёт сам по себе. Сегодня уже понятно, что биржевой ажиотаж сам по себе не спадает и неизбежно ведёт к кризису, но в 1929 г. это, вероятно, понимали далеко не все.

Пост Б. Стронга после его смерти занял Джордж Харрисон, также сторонник пассивной политики. И хотя в правлении ФРС большинство членов выступали за повышение учётной ставки до 7%, единства во мнениях так и не было. В марте 1929 г. объём брокерских кредитов достиг 7 млрд долларов. Спрос на эти кредиты всё больше рос из опасения, что ФРС может в любой момент изменить учётную ставку, и брокерские кредиты давались иногда даже под 20%. В таких условиях, если бы ФРС и подняла учётную ставку до 7%, это вряд ли дало бы результат – момент был упущен. А на повышение ставки до 10–15% никто не решался, так как это могло бы вызвать общую экономическую депрессию.

В феврале 1929 г. Банк Англии повысил учётную ставку с 4,5 до 5,5%, чтобы сократить отток золота в США, и это на время остановило рост цен на американском рынке акций. В марте отмечалось временное снижение цен – 25 марта популярные ценные бу-

¹²⁵⁵ Stock Exchange Practices. Hearings before the Committee on Banking and Currency Pursuant to Senate Resolution 84 and S.Res. 56 and S.Res. 97: 1932–1934. – Washington, DC, 1934. – P. 9–10. – <http://fraser.stlouisfed.org/publications/sensepl/>.

маги компаний Wright Aero, American Railways Express, Commercial Solvents упали в цене на 10–12 пунктов. Снижение продолжалось и в следующие дни, а многие профессиональные биржевые игроки начали избавляться от акций.

Возможно, на этом бум мог бы закончиться, хотя это маловероятно – подобно нарыву, биржевой пузырь, начав раздуваться, не спадёт сам по себе, пока не наступит кризис. Но 26 марта Чарльз Митчелл, представитель National City Bank, выступил с заявлением, что банк продолжит выдавать кредиты, необходимые для стабилизации рынка, поскольку «никто не заинтересован в снижении цен на акции», и готов выделить на это 25 млн долларов. А попытки ФРС ослабить бум и регулировать рынок были подвергнуты критике как тормозящие «рост процветания»¹²⁵⁶.

Митчелл своим заявлением спас рынок, и бум продолжался. Ежедневный объём операций на Нью-Йоркской бирже превысил 4 млн акций. Уровни цен, отражавшиеся отношением «цена/прибыль», были невероятно высокими: для акций Alleghany Corporation – 108, Goldman Sachs Trading Corporation – 129, Columbia Gramophone – 129, Cities Services – 165, National City Bank – 120¹²⁵⁷.

Финансовые пулы

Во время бума на рынке акций 1920-х годов излюбленной стратегией биржевых игроков было использование финансовых пулов – временных объединений банкиров, брокеров или профессиональных трейдеров для операций с определённой ценной бумагой или группой бумаг. Идея использования пулов была связана с синдикатами, особенно популярными в «эпоху Моргана» в начале XX в. В первой половине 1920-х годов, когда объёмы выпуска ценных бумаг быстро увеличивались, инвестиционные банки стали широко использовать практику образования синдикатов, обеспечивавших аккумуляцию капиталов и первичное размещение бумаг. Синдикаты предполагали наличие неформальных связей между

¹²⁵⁶ Lawrence J. S. Wall Street and Washington / J. S. Lawrence. – Princeton: Princeton University Press, 1929. – P. 3.

¹²⁵⁷ Wigmore B. The Crash and Its Aftermath: A history of Securities Markets in the United States, 1929–1933 / B. Wigmore. – Westport, Conn.: Greenwood Press, 1985. – P. 28.

участниками (такие связи существовали между Bank of Morgan, City Bank, First National Bank и в других синдикатах).

По сложившейся в то время практике банк, управлявший подпиской на ценные бумаги, должен был делить 25% прибыли от операции с другими банками – участниками синдиката, что обеспечивало им немалый доход. И если та или иная компания либо правительство другой страны планировали выпустить облигационный заём для привлечения капиталов, инвестиционный банк формировал синдикат из нескольких дружественных банков и выкупал все ценные бумаги данной эмиссии, затем распределял их между членами синдиката, а те продавали бумаги инвесторам. Обычно андеррайтеры выделяли участникам синдиката больше облигаций, чем было выпущено в действительности. Это создавало видимость массовости выпуска, повышая спрос инвесторов и, соответственно, цены, за счёт иллюзии завышенной надёжности выпускаемых бумаг.

Во второй половине 1920-х годов, когда на рынке стали доминировать акции, широко распространилась практика создания инвестиционных пулов. Инициаторами создания пулов обычно были трейдеры Нью-Йоркской биржи. Выбрав интересовавшие их бумаги, на которых можно было получить прибыль, биржевые трейдеры создавали временное объединение инвесторов – паевой фонд (пул) с целью манипулирования ценами определённых бумаг. Как правило, пулы существовали недолго, а действительные цели их создания (игра на повышение или понижение определённых бумаг) были известны только членам пула либо лишь некоторым из них. Инвесторы, вложившие свои паи в пул, доверяли опыту управляющего таким паевым фондом. В то время трейдеры чётко различали скрытое манипулирование ценами и грубое прямое воздействие на них. По словам знаменитого биржевика Эдвина Лефевра, прославившегося ещё в начале XX в., манипулирование ценами является влиянием на рынок с целью покупки акций по наиболее низкой цене¹²⁵⁸.

Два наиболее известных пула были организованы в конце 1920-х годов для первичного размещения акций Anaconda Copper Company и Radio Corporation of America. В подписке на акции Anaconda Copper приняла участие National City Company (несколько директоров этой компании были одновременно и директорами

¹²⁵⁸ Lefevre E. *Reminiscences of a Stock Operator* (1923) / E. Lefevre. – N. Y.: John Wiley & Sons, 2012. – P. 233.

Anaconda Copper). Управляющими пулом стали два известных в Нью-Йорке биржевых трейдера – Томас Брэгг и Бен Смит. К началу подписки цены на медь на мировых рынках были нестабильны. По слухам, в Чили, где Anaconda Copper добывала сырьё, цены начали падать, но это не помешало пулу удачно провести размещение и поднять цены на акции. Затем цены стало всё труднее удерживать, но участники пула уже получили свою прибыль. Акции были проданы по повышенной цене, после чего пул ликвидировали.

Инициатором создания пула RCA был Майкл Михан, друг председателя корпорации, хорошо осведомлённый о её деятельности и считавший, что цена на акции слишком низка. Управляющим этим пулом стал Дэвид Сарнофф, а целью пула были заявлены краткосрочные покупки и продажи акций. Затем последовало обычное при создании пулов обращение к ограниченному кругу инвесторов с предложением присоединиться к пулу. Среди участников пула, подписавшихся на акции, были Джон Раскоб, финансовый директор General Motors (1 млн долларов), Уолтер Крайслер из автомобильной компании Chrysler (0,5 млн долларов), Билл Дюран (0,4 млн долларов), а также жёны Майкла Михана (1 млн долларов) и некоторых других участников (имена жён использовали для прикрытия). Всего пул собрал 12 млн долларов. Были организованы публикации в газетах, цена акций быстро выросла с 81 до 92 долларов, а вскоре превысила 100 долларов. Игра на повышение дала результаты и принесла участникам пула прибыль 5 млн долларов, после чего пул был ликвидирован, пока акции не начали па-
дать¹²⁵⁹.

Инвестиционные трастовые компании во время бума 1920-х годов

Во время бума 1920-х годов особенно широкое распространение приобрели инвестиционные трастовые компании (подобные взаимным фондам конца XX в.), ставшие посредниками между индивидуальными инвесторами и рынком ценных бумаг. Такие компании впервые появились в Великобритании и к началу XX в. приобрели широкую популярность. Инвестиционные трасты исполь-

¹²⁵⁹ Gordon T. The Day the Bubble Burst: a social history of the Wall Street crash of 1929 / T. Gordon, M. Morgan-Witts. – N. Y.: Penguin Books, 1980. – P. 122.

зовали вклады мелких инвесторов для приобретения акций и последующего управления ими. Инвестору предоставлялась возможность диверсификации своего портфеля и профессионального управления.

Расширение системы инвестиционных трастов, появившихся в США с конца XIX в., ускорило привлечение сбережений на рынках акций прибыльных компаний, но в то же время ещё больше завышало цены на акции и стимулировало распространение практики покупки акций в кредит. Количество рискованных необеспеченных кредитов достигло критической массы, приближая дестабилизацию и крах 1929 г.

Для производственных компаний в США существовали лимиты на объёмы капитала, который компания могла получить с помощью эмиссии акций. А объём предлагаемых инвестиционным трастом для продажи ценных бумаг почти не зависел от количества и стоимости акций траста, находящихся в обращении. Поэтому инвестиционная трастовая компания выпускала собственных акций гораздо больше, чем покупала чужих, а получаемая от продажи акций прибыль использовалась либо для спекулятивных операций с ценными бумагами, либо распределялась между владельцами трастовой компании. До начала 1920-х годов в США было не более сорока инвестиционных трастовых компаний, но вскоре их популярность начала быстро расти, особенно после публикаций в прессе о выгодности и прибыльности британских трастов. В начале 1927 г. в США было уже 160 инвестиционных трастовых компаний, а к концу этого года – около 300¹²⁶⁰.

Популярность трастовых компаний росла, несмотря на случаи злоупотреблений и мошенничества. Одним из таких мошенников был знаменитый итальянец Чарльз Понци (Charles Ponzi, 1882–1949), прославившийся в 1920 г. как создатель «схемы Понци» и одной из скандальных финансовых пирамид. В Бостоне он основал инвестиционный траст с экзотическим названием Old Colony Foreign Exchange Company. Официально целью компании были объявлены операции с международными ответными купонами¹²⁶¹,

¹²⁶⁰ Investment Trusts and Investment Companies. Part 1. Report of the Securities and Exchange Commission. – Washington, 1939. – P. 36. – <http://www.jstor.org/pss/1117833>.

¹²⁶¹ Международный ответный купон (international reply coupon) даёт возможность купившему его послать адресату в другой стране письмо вместе с оплатой стоимости пересылки ответного письма, благодаря чему почтовые расходы покрывает отправитель. При отправке письма купон обменивается на определённое количество почтовых марок.

что давало возможность получать прибыль от разницы в курсах валют, хотя действительная цель Понци была банальна – собрать как можно больше денег и вовремя выйти из игры. За каждые 10 долларов, вложенных минимум на 90 дней, реклама обещала 50% прибыль. Инвесторам рассказывали, что деньги собирают для приобретения крупной почтовой компании International Postal Union. Особенно подчёркивалось, что деятельность траста Понци совершенно легальна и те, кто вложил свои капиталы, быстро разбогатеют. Вскоре компания получала по 1 млн долларов каждую неделю, аккуратно выплачивая дивиденды более ранним инвесторам из новых поступлений. Сам Понци начал приобретать особняки и элитные автомобили, демонстрируя свою респектабельность, но в августе 1920 г. двери офиса компании неожиданно для вкладчиков оказались закрытыми. Проверка выявила задолженность 7 млн, а капиталов на счетах – 4 млн, после чего Понци был арестован; 25 октября 1920 г. компанию признали банкротом, а Понци был осуждён. Говорили, что он присвоил 15 млн долларов, из которых вернуть инвесторами удалось лишь 200 тысяч. Разразился громкий скандал, и Понци с тех пор стал примером того, как можно создать заведомо дутый инвестиционный траст, платить старым инвесторам дивиденды из денег, поступающих от новых и получать на этом немалую прибыль¹²⁶².

Первоначально деятельность американских инвестиционных трастов несколько отличалась от британских. Менеджеры английских трастов могли инвестировать полученные капиталы по своему усмотрению и не были обязаны раскрывать подробности операций клиентам. В американских трастовых компаниях в начале 1920-х годов инвесторы могли выбрать объекты инвестирования из предлагавшегося перечня ценных бумаг, которыми оперировал траст.

Однако вскоре такая практика была забыта, и во время акционерного бума конца 1920-х годов инвестиционные трасты чаще всего продавали клиентам собственные ценные бумаги (как правило, простые акции), планы по дальнейшему инвестированию капиталов уже никто никому не раскрывал, а возможности клиентов получить такую информацию были ограничены тем, что приобретённые ими простые акции не имели права голоса. Иногда от клиентов при покупке акций брали расписку о том, что они переусту-

¹²⁶² После выхода Понци из тюрьмы в 1934 г. он был депортирован в Италию, где примкнул к последователям Муссолини и занял пост в правительстве. Затем судьба занесла его в Рио-де-Жанейро, где он умер в 1949 г.

пают право голоса по акциям коллегиальному органу, фактически контролировавшемуся менеджерами трастовой компании.

Акции инвестиционных трастовых компаний долгое время считались слишком рискованными и не допускались на Нью-Йоркскую биржу. Они появились там в котировках лишь в 1929 г., но и тогда от трастовых компаний требовалось раскрытие информации обо всех их акциях, а раз в год должна была проводиться полная инвентаризация их инвестиционного портфеля. Но эти требования не остановили рост популярности таких компаний, решивших проблему просто – их акции торговались преимущественно на Бостонской, Чикагской и других биржах, где подобных требований не было. Менеджеры трастовых компаний обычно уклонялись от раскрытия какой-либо информации, ссылаясь на то, что это коммерческая тайна, а её разглашение вызовет нездоровый ажиотаж на рынке. Несмотря на такое уклонение от раскрытия информации, акции инвестиционных трастовых компаний пользовались неизменно большим спросом, особенно в 1929 г.

В 1927 г. банк Lazard Freres стал инициатором создания первого в США закрытого взаимного инвестиционного фонда General American Investors Company с целью андеррайтинга и всех видов операций с любыми ценными бумагами, как американскими, так и иностранными. Основными участниками фонда были банки Lazard Freres и Lehman Brothers. 15 октября 1929 г. был создан ещё один фонд – The Second General American Investors Company. Незадолго до «Великого краха» 1929 г., 5 сентября, два фонда слились в один с капиталом 33 млн долларов.

В 1928 г. было основано 186 новых трастовых компаний, а в начале 1929 г. каждый день появлялось в среднем по одной такой компании. К концу года количество зарегистрированных трастов достигло 265, объём проданных ими ценных бумаг вырос с 400 млн долларов в конце 1927 г. до 3 млрд долларов в 1929 г. К осени 1929 г. в обращение было выпущено ценных бумаг трастов уже на 8 млрд долларов, и по сравнению с началом 1927 г. их объём вырос более чем в 10 раз. Учредителями трастов были не только инвестиционные и коммерческие банки, брокерские фирмы, частные лица, но и другие, уже существующие трастовые компании, что создавало сложные и запутанные многоступенчатые схемы, повышая общую нестабильность рынка¹²⁶³.

¹²⁶³ Investment Trusts and Investment Companies. Part 3. – Washington, 1939. – Chapter 1. P. 3–4; Chapter 2. P. 37. – <http://www.jstor.org/pss/1117833>.

Одной из причин быстрого роста популярности инвестиционных трастовых компаний было то, что они предлагали публике акции, во многих случаях иным путём недоступные для массовых инвесторов. Цены на многие акции были слишком высоки для того, чтобы мелкие инвесторы могли приобрести хотя бы одну акцию. А благодаря участию в инвестиционном трасте инвесторы могли получить право хотя бы частичной собственности на такую акцию.

Для второй половины 1920-х годов была характерна консолидация рынка – крупные холдинговые компании поглощали мелких эмитентов акций. Наиболее известными из таких холдингов были созданные Морганом United Corporation, объединившая коммунальные предприятия, и железнодорожный холдинг Alleghany Company.

Многие крупные эмиссии акций после 1927 г. были выпусками холдингов, особенно распространённых в производстве электрической бытовой техники. Эти выпуски сразу же после эмиссии полностью выкупались инвестиционными трастами, что, в свою очередь, способствовало общему повышению цен на рынке акций в конце 1920-х. Директора холдингов устанавливали для инвестиционных трастов цену акций ниже, чем при открытой их продаже, и быстро продавали сразу всю эмиссию. Дальнейшая судьба этих акций на рынке и динамика их цен эмитента уже не интересовали.

Инвестиционные трасты, распространяя эти акции среди инвесторов, для ускорения продаж брали в качестве оплаты не только деньги, но и обычные акции промышленных предприятий. Многие индивидуальные инвесторы не понимали сущности этой рыночной стратегии и не задумывались о том, что они обменивают акции, за которыми чаще всего стояли реальные активы, на акции инвестиционных трастов, обеспеченные лишь другими акциями. Дополнялась эта картина тем, что значительная часть капиталов инвестиционных трастовых компаний была взята в кредит.

В 1920-е годы инвестиционных трастов и компаний, управляющих портфелями ценных бумаг, было много. Но лишь небольшая их часть была надёжными и престижными (организаторами наиболее известных и солидных инвестиционных трастов были компании J. P. Morgan и Goldman Sachs), а большинство – сомнительными.

Первые банкротства начались ещё весной 1929 г., хотя они не привлекли внимания. Летом бум продолжался, охватив даже не очень активные рынки в Бостоне и Сан-Франциско, где преобладали акции, не котирувавшиеся на Нью-Йоркской бирже. Ажиотаж на рынке акций продолжал привлекать капиталы, и деньги в акции вкладывали корпорации и банки.

Весь 1929 г. на рынке ценных бумаг продолжался быстрый рост, достигший максимума в сентябре, когда рынок стал полностью спекулятивным. Акции компаний со стабильно высоким доходом, таких как General Motors, уже не были в числе фаворитов, и наиболее востребованными стали акции с быстро растущими котировками – RCA, General Electric, Montgomery Ward и др.

Брокерские кредиты на приобретение ценных бумаг (несмотря на обычную ставку 10%) росли с невероятной быстротой, увеличиваясь на 400 млн долларов ежемесячно. К концу лета общий объём таких кредитов превысил 7 млрд долларов, а к октябрю 1929 г. достиг беспрецедентного максимума 9,2 млрд долларов – около 10% ВВП (из них 8,6 млрд долларов приходилось на Нью-Йоркскую биржу)¹²⁶⁴. Брокерские компании начали использовать модную в то время радиосвязь, чтобы в августе 1929 г. открыть свои филиалы на борту крупных океанских лайнеров – «Левиафан», «Иль-де Франс» и др., – теперь биржевая игра могла продолжаться даже во время плавания через океан.

Стремительный рост брокерских кредитов был связан с оттоком золота из Европы в США. Из-за бума на рынке акций иностранные инвесторы продолжали приобретать американские ценные бумаги. Кроме Европы значительный поток капиталов, вкладывавшихся на рынке брокерских кредитов, шёл из Латинской Америки. Происходило то же, что и в Великобритании, – американский рынок ценных бумаг занимал капиталы из краткосрочных депозитов, вложенных на рынке онкольных брокерских кредитов, предоставляя потом эти же капиталы в качестве долгосрочных кредитов иностранным правительствам и компаниям. Такая схема

¹²⁶⁴ Kindleberger C. The World in Depression, 1929–1939 / C. Kindleberger. – Berkeley: University of California Press, 1986. – P. 100; Fuller R. L. Phantoms of Fear. The Banking Panic of 1933 / R. L. Fuller. – Jefferson (North Carolina) and London: McFarland & Co Inc. Publishers, 2012. – P. 14.

была верным признаком приближения финансового краха на финансовом рынке, неизбежного, когда иностранные вкладчики начнут выводить свои капиталы с американского рынка онкольных брокерских кредитов.

В попытке успокоить разогрев рынка Федеральный резервный банк Нью-Йорка 8 августа 1929 г. поднял учётную ставку с 5 до 6%, но это уже не могло заметно повлиять на ситуацию – биржевые спекулянты легко находили капиталы на рынке брокерских кредитов под 10%, и всё равно это было для них выгодно. Рост американского рынка ценных бумаг продолжался; он высасывал капиталы остального мира, соблазняя возможностью быстро получить прибыль, усиливая отток золота из других стран в США и усугубляя глобальный дисбаланс.

Многие крупные участники рынка ценных бумаг понимали приближение краха и начали избавляться от своих портфелей – среди них были Оуэн Юнг, срочно продавший бумаг на 2,2 млн долларов, Томас Ламонт, Бернард Барух, Джон Раскоб, Джозеф Кеннеди и многие другие. Но масса менее искушённых игроков пребывала в состоянии биржевого азарта и не задумывалась о том, к чему идёт дело.

Ажиотаж длился до начала сентября. Объёмы сделок продолжали расти, и 3 сентября были произведены операции с рекордным количеством акций – 4 438 910. Но 5 сентября началось падение курсов. Толчком к этому стало выступление на национальной экономической конференции Роджера Бэбсона, (1875–1967), известного бизнесмена и директора ряда корпораций. Он заявил, что приближается грандиозный биржевой крах, после которого наступит длительная экономическая депрессия. По словам Бэбсона, на приближение краха указывает то, что «группа наиболее прибыльных акций всё более сокращается», «крах приближается... и он может быть ужасен», индекс Доу-Джонса «снизится на 60–80 пунктов», заводы будут закрываться, а людей «будут увольнять». Более опытные инвесторы «уже расплатились с долгами и избегали любых сомнительных операций, предчувствуя приближение краха рынка акций»¹²⁶⁵.

И действительно, когда индекс Доу-Джонса достиг 3 сентября наивысшей точки – 381, среди 826 наименований акций, котиро-

¹²⁶⁵ Babson predicts crash in stocks // The New York Times. – 1929. – September 6. – P.12.

вавшихся на бирже, максимально высокие курсы были лишь у 19 акций, а у 30% акций курсы уже снизились в среднем на 20%.

Чтобы немного успокоить публику и сгладить мрачность прогноза Бэбсона, «Нью-Йорк Таймс» на той же странице опубликовала опровержение Ирвина Фишера, профессора экономики Йельского университета. «Цены на акции не так уж высоки, и Уолл-стрит не грозит ничего, что напоминало бы крах»¹²⁶⁶. Фишер заявил, что, хотя некоторое снижение цен на акции и может произойти, кризиса явно не следует ожидать. На следующий день состояние рынка стабилизировалось, а прогнозы Бэбсона подверглись ироническим насмешкам.

К прогнозу Бэбсона, по сути верному, мало кто отнёсся серьёзно, так как рынок в целом всё ещё продолжал расти, а пресса была полна оптимистичных высказываний. По словам Александра Дана Нойеса (1862–1945), финансового обозревателя «Нью-Йорк Таймс», чтобы «защитить рынок от приступов паники», страна обладает «достаточными силами и ресурсами Федеральной резервной системы... благодаря накопленным запасам золота»¹²⁶⁷.

В действительности курсы акций явно превысили реальную стоимость как минимум на 30–40%, и опытные крупные биржевые игроки, избавлявшиеся от своих портфелей ценных бумаг, это хорошо понимали. К осени 1929 г. в США, где уже несколько лет продолжался спад в строительстве, начался общий промышленный спад. Индекс промышленного производства достиг своего максимума в июне (126 пунктов), а в октябре снизился до 117 пунктов. При других обстоятельствах он мог бы стать одним из обычных спадов и вскоре смениться очередным подъёмом, подобно тому как это было в 1927 г. Очевидно, к этому времени спекулятивный пузырь уже был чрезмерно раздут, и толчком к началу кризиса могло стать любое более-менее значимое банкротство.

Таким толчком к дестабилизации биржи стала информация о банкротстве 19 сентября 1929 г. английского финансиста Кларенса Хатри. С одной стороны, это был сугубо британский скандал, прямого влияния на американский рынок ценных бумаг не имевший. Но британские инвесторы, понёсшие после краха Хатри убытки

¹²⁶⁶ Fisher View is Opposite, Declares No Big Recession in Market Is Due, Because inventions Are Adding to Wealth // The New York Times. – 1929. – September 6. – P. 12; Angly E. Oh, Yeah? / E. Angly. – New York: Viking, 1931. – P. 37. Критика Бэбсона. – P. 36, 38.

¹²⁶⁷ Financial Markets: Last Week Reactions in Stocks and the Talk of the Future Crash // The New York Times. – September 9, 1929.

около 70 млн долларов, начали массово продавать крупные пакеты американских ценных бумаг, что подтолкнуло к падению цены на них. Трудно сказать, насколько в действительности скандал с Хатри ускорил и без того назревший биржевой крах в США, но его банкротство, как и связь Хатри с инвестиционными трастами, значительно поколебали общее доверие к стабильности американского финансового рынка.

В течение следующего месяца на рынке ценных бумаг отмечались колебания курсов, и рынок демонстрировал общую нестабильность с тенденцией к снижению. Особенно странно и несвоевременно прозвучало 15 октября очередное высказывание Ирвина Фишера о том, что биржевые цены на акции сейчас стабильны как никогда¹²⁶⁸.

А 19 октября Томас Ламонт из J. P. Morgan, сам давно уже благовоременно избавившийся от крупного портфеля ценных бумаг, направил президенту Гуверу ещё более несвоевременное послание на 18 страницах, где он доказывал, что слухи о биржевых спекуляциях акциями сильно преувеличены, а сами спекуляции даже полезны для публики, так как приучают её покупать акции. *The future appears brilliant* – «Будущее представляется мне прекрасным», – завершал своё послание Ламонт.

Трудно сказать, что это было – поразительное непонимание ситуации (маловероятное в случае Ламонта, искушённого финансиста) или же осознанная манипуляция. Президент Гувер оценил неуместность послания Ламонта, полученного на грани краха, написав на письме резолюцию *This document is fairly amazing* – «Документ просто удивительный»¹²⁶⁹.

В этот же день, 19 октября, курсы акций на бирже начали падать. Ситуация ухудшалась с каждым днём – всё большее количество инвесторов приходило к выводу, что от акций пора избавляться. Но это уже было не так просто сделать. В среду 23 октября на рынке ценных бумаг начались массовые продажи, всего было продано 2,6 млн акций, и цены на них всё больше снижались.

¹²⁶⁸ Fisher Sees Stocks Permanently High // *The New York Times*. – 1929. – October 16.

¹²⁶⁹ Lamont E. M. *The ambassador from Wall Street: the story of Thomas W. Lamont, J. P. Morgan's chief executive: a biography* / E. M. Lamont. – N. Y.: Madison Books, 1994. – P. 266–268.

Крах рынка произошёл в «чёрный четверг» 24 октября 1929 г., когда на продажу были выставлены 12 млн акций, которые уже никто не хотел покупать. На бирже началась паника, вскоре перед биржей на Уолл-стрит собралась толпа и туда были направлены наряды полиции для поддержания порядка. «На бирже было небольшое беспокойство, вызванное продажами», но «ситуация поправима», – обтекаемо заявил в этот день Т. Ламонт¹²⁷⁰. В Вашингтоне заседал Совет ФРС, обсуждавший возможные пути помощи рынку, а в Нью-Йорке в главном офисе банка Моргана собрались наиболее влиятельные банкиры. Среди них были Томас Ламонт из Bank of Morgan, Альберт Уиггин из Chase National Bank, Чарльз Митчелл и Джордж Бейкер из First National Bank, руководители Bankers Trust Company и Guaranty Trust Company of New York. Участники встречи решили произвести вливание в рынок ценных бумаг крупной суммы – обычно говорят о 130 млн долларах, хотя, по слухам, эта сумма была ещё большей. Ричард Уитни, президент Нью-Йоркской биржи NYSE, демонстративно в присутствии многих участников биржевых торгов сделал первый заказ на крупный пакет акций US Steel, чтобы так попытаться остановить падение цен. Пул ведущих банкиров более всего поддерживал, кроме US Steel, акции AT&T, Anaconda Copper Company, General Electric, New York Central Railroad – все эти компании так или иначе были связаны с Морганами.

Однако массовые продажи и снижение курсов продолжались и в следующие дни. В «чёрный понедельник» 28 октября началась новая волна массовых продаж – 9 млн акций. Индекс Доу-Джонса снизился за один день на 40 пунктов, а убытки от падения курсов акций достигли 14 млрд долларов. Среди продаваемых акций лидировали бумаги RCA (их цена упала за день на 30%) и US Steel (падение на 15%). На внебиржевом рынке лидером продаж была компания Cities Services, акции которой упали в цене за день на 40%. Общая рыночная стоимость акций за один только день в «чёрный понедельник» сократилась на 14 млрд долларов. Но самым тревожным было то, что от крупных пакетов акций начали избавляться брокеры, купившие бумаги с помощью онкольных кредитов. Из-за этого под угрозой оказались многие крупные бан-

¹²⁷⁰ Financiers Ease Tension // The New York Times. – 1929. – October 29.

ки, выдававшие брокерские кредиты для операций на бирже с ценными бумагами. В «чёрный вторник» 29 октября был достигнут рекорд операций по продажам – 16 млн акций, а индекс Доу-Джонса понизился на 80 пунктов. Возле биржи снова собралась огромная толпа. По словам корреспондента «Нью-Йорк Таймс», в воздухе витал дух рухнувших надежд¹²⁷¹.

Даже в такой драматический момент некоторые крупные игроки не упускали возможности нажиться на том, что пул банкиров для стабилизации рынка скупал акции основных компаний. Один из участников пула, Альберт Уиггин из Chase National Bank, около месяца после начала краха вёл игру на понижение, сбивая цены на определённые акции, чтобы потом скупать их по сниженной цене и продавать банкирскому пулу. Маскируя свои операции через подставные канадские фирмы, Уиггин продал пулу 5000 акций, а общая его прибыль от игры на понижение достигла 4 млн долларов (от уплаты налогов на прибыль Уиггин сумел уклониться). В дальнейшем эта история получила скандальную огласку, в восприятии общества сильно подорвав репутацию банкиров и рынка ценных бумаг.

Когда после «чёрного четверга» начался обвал цен на акции одной из наиболее популярных на рынке компаний Anaconda Copper Company, участники пула, продвигавшего эти акции (в том числе Раскоб, Дюран и др.), понесли огромные убытки. О том, что акции компании приобретались пулом по гарантированно сниженным ценам, до начала краха мало кто знал. Когда этот факт получил огласку, он особенно возмутил биржевых трейдеров, работавших до начала краха с этими акциями, обеспечивая сверхприбыли руководству пула. Трейдеры решили отомстить банкирам-миллионерам, несмотря на рушащийся рынок, начав игру на понижение акций Anaconda Copper Company и продавая их за бесценок. Вскоре такая игра на понижение стала излюбленным способом мести и сведения счетов на разваливавшемся американском рынке ценных бумаг.

Действия ФРС в эти критические дни были ещё менее эффективны, чем у банкирского пула. В «чёрный четверг» ФРС обсуждала вопрос о снижении учётной ставки, но решение так и не было принято. Становилось очевидным, что масштаб краха настолько велик, что ни одна финансовая группа не способна предотвратить развал рынка.

¹²⁷¹ Crowd See Market History Made // The New York Times. – 1929. – October 30.

Федеральный резервный банк Нью-Йорка совершил интервенцию на рынок ценных бумаг, вложив в него 65 млн долларов для поддержания курсов; банк просил разрешения приобрести государственные ценные бумаги ещё на 200 млн, но в такой критический момент у банка возникли длительные (и совершенно неуместные в это время) споры с правлением ФРС о том, имел ли банк полномочия производить такие интервенции.

Федеральный резервный банк Нью-Йорка только лишь за одну последнюю неделю октября 1929 г. в два раза увеличил пакет государственных облигаций, купив их на 150 млн долларов, а также учёл на 200 млн долларов векселя банков – членов ФРС. Это было сделано, чтобы предотвратить полный коллапс рынка государственных облигаций, а также несколько облегчить положение нью-йоркских банков, планировавших перевести на себя часть брокерских кредитов, возвращения которых требовали небанковские кредиторы. Всего же банки, входившие в ФРС, за эту неделю увеличили свои депозиты на 10 млрд долларов. Учётная ставка также была понижена с 6 до 4,5%. Так Харрисон был готов любой ценой, даже с использованием резервных фондов, обеспечить работу биржи. И хотя ФРС нередко обвиняли в ответственности за сжатие денежной массы после биржевого краха 1929 г., в действительности администрация Гувера пыталась сделать всё возможное для закачивания денег в экономику.

Но все эти интервенции уже мало чем могли помочь рынку. Курсы акций падали, а все, кто раньше предоставлял рынку капиталы для брокерских ссуд (в основном – компании с избытком наличных денег и привлекаемые высокими процентами иностранные инвесторы), покинули рынок, после чего было отозвано около 25% брокерских кредитов на 2 млрд долларов¹²⁷².

В первую неделю краха обанкротилось большое количество мелких инвесторов, во вторую неделю настал черед более крупных. Среди участников рынка наиболее слабым звеном, как нетрудно было предполагать, оказались инвестиционные трастовые компании.

Длительное время поддерживался миф о том, что во время кризиса 1929 г. был пик самоубийств, однако цифры показывают, что это не так. В 1925 г. на 100 тыс. человек населения количество самоубийств в США было 12,1%; в 1929 г. – 14,0%; в 1930 г. –

¹²⁷² Josephson M. The Money Lords: The Great Finance Capitalists, 1925–1950 / M. Josephson. – N. Y.: Weybright and Talley, 1972. – P. 82.

15,7%; в 1931 г. – 16,8%; в 1932 г. – 17,4%; в 1933 г. – 15,9%. Их пик приходился не на 1929 г., а на 1932 г., разгар «Великой депрессии»¹²⁷³. Поступали предложения закрыть полностью биржу, но до этого не дошло. В следующие несколько дней нью-йоркские банки объединили свои усилия и скупили портфели брокерских кредитов более чем на 1 млрд долларов. Преимущественно за счёт этого биржевой крах 1929 г. (одиннадцатым по счёту в США после 1869 г.) впервые не вызвал немедленный банковский кризис.

Однако убытки после «Великого краха» были огромны – потери на стоимости акций достигли 50 млрд долларов, около половины ВВП США.

Многие считали, что действия ФРС вполне эффективны, предохраняя финансовую систему от общей деморализации, и благодаря этому через месяц-два ситуация стабилизируется и всё вернётся к норме. В конце 1929 г. один из руководителей ФРС Рой Янг заявлял, что следует дать возможность рынку «хорошо пропотеть», после чего «благотворный процесс ликвидации» нестабильных компаний «обеспечит изобилие денег». Но Федеральный резервный банк Нью-Йорка и руководивший им Дж. Харрисон начали масштабную программу вливания денег в финансовый рынок, продолжая снижать учётную ставку с 6 до 4,5% в феврале 1930 г. и 2% к концу 1930 г. Эти вливания оказались в значительной степени бесполезными. Хотя Федеральный резервный банк и приобрёл государственных облигаций на 218 млн долларов, многочисленные банкротства привели к значительному сокращению всех кредитных операций оставшихся банков¹²⁷⁴.

Паника продолжалась до середины ноября, а скорость падения рынка в 1929 г. напоминала кризисы 1873 и 1907 гг., хотя общие масштабы биржевого краха были значительно большими, как и масштабы последующего экономического спада – «Великой депрессии», продолжавшейся на протяжении 1930-х годов до начала Второй мировой войны, когда на рынке ценных бумаг начался длительный период снижения активности.

Вскоре после кризиса Гувер заявил, что падение цен акций началось из-за спекулятивных операций тех биржевых игроков, кто продавал их на срок без покрытия. Гувер принудил Ричарда Уитни, руководившего Нью-Йоркской биржей, запретить в дальнейшем

¹²⁷³ Подробнее см.: Гелбрейт Д. К. Великий крах 1929 года / Д. К. Гелбрейт. – Минск: Попурри, 2009. – С. 173–175.

¹²⁷⁴ Anderson B. M. Economics and the Public Welfare / B. M. Anderson. – N. Y.: Laissez Faire Books, 1949. – P. 222–223.

кредитование сделок без покрытия. Этот запрет вступил в силу в конце 1931 г., но не остановил падения цен акций и других бумаг.

Сам по себе биржевой крах 1929 г. был очередным циклическим кризисом на рынке ценных бумаг. «Вряд ли кто-то будет отрицать наличие экономических циклов, хотя степень их регулярности часто преувеличивается», – отмечал У. Митчелл ещё в 1923 г.¹²⁷⁵ К концу 1920-х годов сложились все условия, типичные для бума на рынке ценных бумаг – технологические инновации в автомобильной, электро- и радиотехнической промышленности, завышенные ожидания прибыльности акций новых и быстро растущих компаний, избыток свободных капиталов, дешёвый доступный кредит, возможность приобретения ценных бумаг в кредит через посредников.

Всё это стимулировало выход на рынок большого количества новых неопытных инвесторов, подогревавших общий ажиотаж. Сегодня уже очевидно, что крах 1929 г. стал следствием одного из крупнейших спекулятивных пузырей на рынке акций. Предшествовавший кризису бум, как и сам кризис, имели сугубо финансовую природу, лишь в незначительной мере связанную с реальным состоянием экономики.

Уже много десятилетий ведутся дискуссии о причинах кризиса 1929 г. и обсуждается, почему этот кризис был настолько острым, а вызванная им депрессия – такой глубокой. Наиболее часто называемая причина кризиса – доступность кредитов, возросшая в США после введения золотого стандарта в Англии, начала оттока британского золота на американский финансовый рынок и снижения по просьбе британской стороны процентной ставки в США. Однако само по себе это объяснение недостаточно, так как в истории известны периоды и более низких ставок, и более дешёвых кредитов, но они не вызвали такого масштабного биржевого бума и столь глубокого краха. Поэтому причина краха 1929 г. в США комплексна и связана с сочетанием нескольких различных факторов. Технологические инновации 1920-х годов стимулировали раздувание пузыря на рынке акций автомобильных и радиотехнических компаний. Бум усиливался также из-за удерживаемых на низком уровне процентных ставок, а также распространения инвести-

¹²⁷⁵ Mitchell W. C. Business Cycles and Unemployment: Report and Recommendations of a Committee of the President's Conference on Unemployment, Including an Investigation Made Under the Auspices of the National Bureau of Economic Research / W. C. Mitchell. – New York: McGraw-Hill, 1923. – P. 6.

ционных трастовых компаний и массовой практики брокерских кредитов.

Ещё одним фактором, усиливавшим спекулятивный пузырь на американском рынке ценных бумаг, были общемировые процессы оттока капиталов в США, что было связано и с долгами Первой мировой войны, и с проблемой германских репараций, и с попытками сохранить золотой стандарт. Это создавало глобальный дисбаланс между военными долгами европейских стран перед США и ростом экспорта капиталов из США, когда американские кредиты начали выдаваться для реструктуризации и частичного погашения военных долгов. Этот дисбаланс дополнялся глобальным дисбалансом золотых запасов, сокращавшихся в Европе и нараставших в США. Сочетание всех этих факторов сделало акционерный бум в США особенно бурным, а крах 1929 г. – особенно драматичным.

Можно спорить о том, какими именно были непосредственные толчки, приблизившие начало кризиса (одним из них несомненно было банкротство Кларенса Хатри в Лондоне), но это уже имеет второстепенное значение – когда кризис созрел и рынок находится на грани краха, таким толчком может стать любое дестабилизирующее событие.

Сам по себе биржевой кризис, положивший конец «бычьему рынку» 1920-х годов, длился не так долго и закончился в ноябре 1929 г., когда рынок ценных бумаг, потеряв за два месяца 40% стоимости, вернулся к состоянию 1928 г. При всей масштабности потерь последствия краха многими воспринимались достаточно оптимистично (если, конечно, такое слово вообще уместно в данном случае). Большинство американцев в конце 1929 г. не предполагали, что биржевой крах может перерасти в депрессию 1930-х годов, и воспринимали его как очередной кризис, один из многих, разогнавший спекулянтов и оздоровивший биржу¹²⁷⁶.

События во время биржевого краха 1929 г. в США показали, что во время краха 1929 г. ФРС не предприняла активных действий, хотя в принципе центральный банк, функцию которого выполняла ФРС, мог бы служить защитой от финансовых кризисов, будучи кредитором последней инстанции. Вместо денежно-кредитной экспансии ФРС ужесточила условия кредитования, что привело лишь к усугублению кризиса. С 1929 по 1933 г. денежная масса значительно сократилась, что привело к кризису ликвидно-

¹²⁷⁶ Parrish M. *Anxious Decades. America in Prosperity and Depression, 1920–1941* / M. Parrish. – N. Y.: W. W. Norton, 1992. – P. 220.

сти и сжатию кредитного рынка. Так биржевой крах 1929 г. превратился в банковский кризис начала 1930-х годов, а потом в общую экономическую и финансовую депрессию. «Реакция остальных представителей федерального правительства была намного более выразительной. Эндрю Меллон, министр финансов при президенте Герберте Гувере, считал необходимым проведение чистки финансового сектора»¹²⁷⁷.

Действительно, после краха 1929 г. были надежды, что буря, пронёсшаяся над биржей, не только слабо затронет экономику страны, но и оздоровит её, вернув переоценённые акции с небес на землю, а капиталы, которые шесть лет высасывала из промышленности биржевая игра, пойдут на развитие промышленности. Эти надежды были по-своему обоснованными, так как сегодня уже понятно, что не сам по себе «Великий крах» 1929 г. стал причиной «Великой депрессии» 1930-х годов (связанной с распадом золотого стандарта), а был лишь толчком к ней (так же как не сам по себе кризис 2007–2009 гг. стал причиной депрессии 2010-х годов). И в том, и в другом случае причины экономической депрессии были комплексными и связанными с факторами глобального характера, а финансовые кризисы лишь становились толчком, вызывающим лавину других событий. В 1929 г. среди таких факторов основным было нарастание нестабильности мировых финансовых рынков, вызванной необратимым распадом золотого стандарта, отсутствием другой мировой системы, способной заменить золотой стандарт, и, что самое главное, отсутствием согласованности в действиях основных участников финансовых рынков.

Крах на рынке ценных бумаг, помимо своих экономических последствий, прежде всего полностью изменил всю деловую атмосферу в американском бизнесе. Оптимистические надежды на эпоху процветания, питавшие готовность смело инвестировать капи-

¹²⁷⁷ «Гувер описывал Меллона как “безжалостного ликвидатора”, не испытывавшего никакого сочувствия к жертвам кризиса. “Ликвидируйте рабочие места, ликвидируйте акции, ликвидируйте фермерские хозяйства и недвижимое имущество” – такими, по свидетельству современников, были советы Меллона. Он полагал, что финансовая паника “вычистит из экономической системы всю гниль. Произойдёт снижение слишком высокого уровня жизненных стандартов. Люди станут больше работать и жить более нравственной жизнью”». Впрочем, история не подтвердила правоту Меллона. С 1929 по 1933 гг. США погрузились в «худшую за всю их историю депрессию. Показатель уровня безработицы взлетел с 3,2 до 24,9%; более девяти тысяч банков приостановили свою работу или закрылись» (Рубини Н. Нуриэль Рубини: как я предсказал кризис: экстренный курс подготовки к будущим потрясениям / Н. Рубини, С. Мим. – М.: Эксмо, 2011. – С. 129–130).

талы, сменились настроением неопределённости и тревоги. После краха желание тратить свои деньги существенно уменьшилось как у предпринимателей, так и у рядовых мелких инвесторов – и те, и другие теперь были настроены на сохранение остатков своих сбережений, значительно сократившихся за счёт краха, а не на их вложение. Когда после «Великого краха» началась массовая волна банкротств, большинство перестало доверять акциям и банкам, начав копить наличные деньги. «Мой отец смог что-то продать лишь спустя четыре месяца», – отмечал в своих воспоминаниях Уоррен Баффет¹²⁷⁸.

«Великая депрессия»

В апреле 1930 г. на рынке ценных бумаг началось небольшое оживление. Индекс Доу-Джонса по сравнению с наиболее низкими показателями ноября 1929 г. вырос на 100 пунктов, стали повышаться цены на некоторые облигации. Казалось бы, отмечались все признаки окончания экономического спада и начала нового подъёма. Возможно, при иных обстоятельствах так и было бы, но появившийся импульс к подъёму на рынке не было возможности поддержать, и подъём оказался недолгим – во второй половине 1930 г. ситуация на рынке ухудшилась и началась его дезинтеграция. Приближалась «Великая депрессия».

В дальнейшем многие обвиняли президента Гувера в том, что именно он не оказал необходимой поддержки начавшемуся на рынке оживлению. В 1928 г., когда Г. Гувер, ранее министр торговли, стал президентом, он был на пике популярности, но после краха 1929 г. его популярность начала быстро падать. В декабре 1929 г. У. Дюран заявил, что он ещё в апреле предупреждал Гувера о приближающемся крахе, но тот не принял необходимых мер. Подобных заявлений в то время было немало, и многие пытались во всем обвинить бездействие Гувера и ФРС.

Сегодня, по прошествии многих лет, иногда высказывается мнение, что нет оснований обвинять Герберта Гувера – сам по себе он был энергичным и образованным руководителем, хорошо ориентировавшимся в экономических вопросах. Был он знаком и с литературой о бизнес-циклах и кризисах. Тенденция обвинять во

¹²⁷⁸ Шрёдер Э. Уоррен Баффет. Лучший инвестор мира / Э. Шрёдер. – М.: Изд-во «Манн, Иванов и Фербер», 2012. – С. 44.

всем Гувера возникла, вероятно, во времена Рузвельта, отражая борьбу между демократической и республиканской партиями. Эта борьба была одним из скрытых факторов, повлиявших на финансовую политику в США во время кризиса 1929 г. и депрессии 1930-х годов. Впрочем, если Гувер так хорошо ориентировался в вопросах экономики, ему никто не мешал прислушаться к настойчивым рекомендациям многочисленных экономистов и хотя бы наложить вето на Закон Смута-Хоули.

Когда Гувер в июне 1930 г. одобрил закон Смута-Хоули о тарифах (The Smoot-Hawley Tariff Act), это стало его главной ошибкой, создав препятствие для возможности нового подъема на рынке ценных бумаг¹²⁷⁹. Закон позволял облагать таможенными пошлинами импортные товары, чтобы ограничить их ввоз в США и сохранить рабочие места в условиях быстро растущей безработицы. Однако последствия оказались совершенно не теми, на которые рассчитывал Гувер и авторы закона.

Протекционистский закон Смута-Хоули вызвал ответную реакцию во всем мире и подтолкнул начало «торговых войн». Во многих европейских странах в результате этого произошло дальнейшее обесценивание национальных валют, а стоимость их долговых обязательств понизилась из-за инфляции. Всё это углубило кризис в странах Европы, особенно в Германии, подготовив приход к власти Гитлера.

Можно спорить о том, насколько закон оказал прямое влияние на состояние американской экономики, но главным его последствием стало принятие подобных законов и другими странами, в том числе Великобританией, Канадой, Италией, Швейцарией, Австралией, Новой Зеландией. По примеру США в общей сложности более 20 стран приняли подобные законы, что ограничило возможности экспорта товаров из США и привело к сокращению производства, дальнейшему росту безработицы и ещё более усугубило экономическую депрессию. Экспорт из США снизился на 61% (с 5,4 до 2,1 млрд долларов); импорт – на 66% (с 4,4 в 1929 г. до 1,5 млрд долларов в 1933 г.)¹²⁸⁰.

¹²⁷⁹ О законе Смута-Хоули см.: Ротбард М. Великая депрессия в Америке / М. Ротбард. – М.: ИРИСЭН, 2012. – С. 347–349.

¹²⁸⁰ Brown W. B. International Economics In the Age of Globalization / W. B. Brown, J. S. Hogendorn – Toronto: University of Toronto Press, 2000. – P. 246. Иногда называют и большие цифры снижения экспорта (с 7 млрд долларов в 1929 г. до 2,5 млрд в 1932 г.) и импорта (с 5,9 до 2,0 млрд долларов) (Crafts N. Depression and Recovery in the 1930s: An Overview / N. Crafts, P. Fearon // The Great Depression of the 1930s.

Всё это имело и более серьёзные последствия – переход большинства стран к политике протекционизма во внешней торговле привёл к окончательной дезинтеграции мировой экономической системы, с таким трудом создававшейся с конца XIX в., и к окончательному откату глобализации времён Belle Époque. История с этим законом о тарифах, который Гувер мог бы и не подписывать, наложив вето (к чему его призывали), является хорошим примером того, насколько тонка грань между неизбежными в истории финансовых рынков событиями (такими как периодические спады активности) и событиями случайными, которых могло и не быть, но которые часто лишь подливают масло в огонь, особенно во время кризисов.

Влияние «Великого краха» оказалось бóльшим, чем можно было первоначально предположить. Промышленное производство продолжало сокращаться и только за октябрь 1929 г. снизилось на 5%, за ноябрь – ещё на 5%. В середине 1929 г. безработица была на уровне 3% (1,5 млн человек), а в начале 1930 г. достигла уже 6% (3 млн человек). Уменьшился и потребительский спрос (на автомобили на 25%, радиоприёмники – на 50%). К 1931 г., когда мировое промышленное производство сократилось почти на 20%, прибыли – на 50% и операции на рынке ценных бумаг – на 50%, наибольшим было сокращение производства в США – на 40%, где количество безработных достигло 8 млн человек (15% населения).

Банковский кризис 1930–1931 гг.

После биржевого краха 1929 г. банковская система была дестабилизирована и в 1931 г. началась первая волна банковского кризиса. В декабре 1930 г. обанкротился частный Банк Соединённых Штатов (Bank of the United States), и вкладчики понесли огромные убытки. Несмотря на громкое название, он не имел никакого отношения к правительству – банк основали Бернард Маркус и Сол Сингер, ранее занимавшиеся швейным бизнесом в Нью-Йорке. Название, а также изображение здания Министерства юстиции США в центральном офисе использовались для большей солидности и привлечения клиентов. К 1930 г. банк, входивший в ФРС, имел разветвлённую сеть из 60 отделений и многих филиалов, ориенти-

руясь на работу с индивидуальными вкладчиками (в основном это были итальянские и еврейские иммигранты, работавшие в швейной промышленности)¹²⁸¹. Крах Bank of the United States стал толчком, вызвавшим всеобщую банковскую панику¹²⁸².

Показательной была история с кризисом в банке Lazard Freres, пережившем крах 1929 г., но столкнувшимся с наиболее серьёзной для своего выживания угрозой в 1931 г., когда волна последовательных банковских кризисов захватила США и страны Европы. После того как 11 мая обанкротился венский банк Creditanstalt, угроза нависла над британским филиалом Lazard Freres – лондонским банком Lazard Brothers, бывшим одним из кредиторов Creditanstalt. Первоначально убытки лондонского банка Lazard Brothers оценивались в 40 тыс. фунтов, что ещё можно было бы пережить (основной капитал банка составлял 3 млн фунтов), но вскоре выяснилось, что реальные убытки достигают 4 млн фунтов. Это превышало основной капитал, и так Lazard Brothers фактически оказался банкротом¹²⁸³.

¹²⁸¹ Проблемы начались после того, как Маркус и Сингер стали использовать депозитные вклады, чтобы скупать акции собственного банка, играя таким образом на повышение, чтобы потом продавать акции и получать доход. Когда акции не удавалось размещать по завышенной цене, учредители банка продавали их своим дочерним компаниям, получая наличные за счёт капиталов собственного банка и, по сути, выдавая банковские кредиты самим себе. Но после краха 1929 г. и общего падения цен на акции бумаги банка обесценились, и он оказался на грани краха. Власти Нью-Йорка пытались спасти банк, понимая, что его банкротство затронет слишком многих вкладчиков и вызовет всеобщую панику, но это оказалось не так просто сделать. Банковский суперинтендант Нью-Йорка Джозеф Бродерик пытался получить помощь в размере 30 млн долларов у других нью-йоркских банков, однако получил отказ. Морган и крупные финансисты без труда могли бы спасти банк от банкротства, но никто не хотел связываться с Маркусом и Сингером, имевшими невысокую репутацию. Тогда губернатор Нью-Йорка и будущий президент Франклин Рузвельт закрыл банк, после чего 300 тыс. вкладчиков потеряли 400 млн долларов. Это было крупнейшее на то время банкротство банка в истории США, в стране началась всеобщая паника среди вкладчиков банков и они стали забирать свои депозиты.

¹²⁸² Подробнее о банковской панике 1930 г. см.: Wicker E. The Banking Panics of the Great Depression / E. Wicker. – Cambridge: Cambridge University Press, 1996. – P. 24–38.

¹²⁸³ Ситуация отягощалась тем, что в середине 1931 г. особенно неблагоприятные обстоятельства сложились для брюссельского подразделения банка Lazard Brothers. Во главе филиала поставили банкира Витека, чеха по происхождению. В корыстных целях он заключил весьма рискованную и, как потом оказалось, невыгодную сделку по обмену валют с французским франком. Чтобы скрыть свою ошибку и покрыть убытки, Витек от имени Lazard Brothers выпустил большое количество не имеющих покрытия векселей, которые разошлись по всей Европе. Когда векселя начали предъявлять к оплате, реальное положение дел вскрылось и Витек застрелился. На-

Начались банкротства многих других банков; эпицентр банковского кризиса был в Чикаго¹²⁸⁴. Вскоре изъятие вкладов из американских банков приняло массовый характер, и только за год (с сентября 1931 по июль 1932 г.) общий объём банковских кредитов сократился на 20% (с 43 до 36 млн долларов). К началу 1932 г. банковская система США оказалась на грани коллапса, и банки массово закрывались. Количество банков сократилось за время банковского кризиса с 24 970 в 1929 г. до 12 207 в 1933 г., и хотя большинство из них были мелкими, заметно сократилось в это время и количество крупных банков, членов ФРС – с 8707 до 5606 (на 27,5%)¹²⁸⁵. Финальная стадия банковской паники наблюдалась в начале 1933 г., накануне реформ Рузвельта. Вероятно, именно в это время экономическая рецессия и в США, и в странах Европы переросла в «Великую депрессию» 1930-х годов.

Банкротств компаний становилось всё больше, экономическая активность снижалась и все старались сократить расходы. К середине 1932 г. депрессия была максимальной: производство упало на 25%, инвестиции – на 50%, цены – на 75% по сравнению с 1929 г., без работы остались 10 млн человек (более 20% рабочей силы). Индекс Доу-Джонса достиг исторического минимума – 41, упали в цене все акции (General Motors с 72 долларов в 1929 г. до 2 долларов; RCA – от 101 до 2)¹²⁸⁶.

чавшееся расследование показало, что афёра с векселями была не единственной незаконной и тайной операцией с использованием капитала Lazard Brothers. Оказалось, что Витек взял крупные кредиты, пользуясь репутацией Lazard Brothers. В афёрах Витека был замешан весь руководящий состав брюссельского филиала Lazard Brothers, а отчётная документация была сфальсифицирована. Общие убытки составили 5,85 млн фунтов, и на общем фоне серии банковских кризисов вопрос о дальнейшем существовании не только Lazard Brothers, но и всей банковской фирмы Lazard обсуждался весьма серьёзно. Для спасения лондонского банка Lazard Brothers необходим был срочный кредит от Банка Англии на 3 млн фунтов. Примерно такую же сумму предоставил бы парижский банк Lazard Freres et Cie и американский банк Lazard. Катастрофу удалось предотвратить, а трудности банка тщательно скрывались от прессы и конкурентов. Партнёрам Lazard Freres приходилось вести такой же светский образ жизни, как и ранее, чтобы не вызвать подозрения в том, что у банка трудности, хотя они тратили на это, образно говоря, свои последние сбережения (Коэн У. Последние финансовые магнаты / У. Коэн. – К.: Companion Group, 2009. – С. 46–47, 51).

¹²⁸⁴ Подробнее о серии банковских кризисов 1931 г. см.: Wicker E. The Banking Panics of the Great Depression / E. Wicker. – Cambridge: Cambridge University Press, 1996. – P. 62–78.

¹²⁸⁵ Smiley G. Rethinking the Great Depression / G. Smiley. – Chicago: Ivan R. Dee, 2002. – P. 29, 69–70.

¹²⁸⁶ Lefevre E. When It is Safe to Invest? / E. Lefevre // Saturday Evening Post. – 1932. – August 6.

Одной из первых попыток справиться с нарастающей экономической депрессией стало создание Национальной кредитной корпорации (The National Credit Corporation). В сентябре 1931 г. президент Гувер встретился с председателем ФРС Юджином Мейером¹²⁸⁷, чтобы обсудить план создания этой частной компании, капитал которой стал бы резервным фондом для оказания срочной помощи при кризисах ликвидности в банках и других финансовых организациях. Предполагалось, что членство в корпорации добровольное, а её капиталы должны были поступать от участников – крупных банкиров. Участники корпорации должны были вкладывать в неё 2% суммы депозитов. Идея Гувера вызвала всеобщий интерес, и 13 октября The National Credit Corporation начала работу, поддерживаемая Ассоциацией американских банкиров (American Bankers Association), а также Investment Bankers Association. Но скоро стало понятно, что корпорация не способна оказать реальную помощь в банковском кризисе: вместе того чтобы поддерживать оказавшиеся в тяжёлом положении сберегательные банки, страховые компании и другие финансовые учреждения, корпорация сосредоточила свои усилия на помощи тем железным дорогам, в которые были вложены капиталы банков-участников. К концу 1931 г. Гувер понял, что создание Национальной кредитной корпорации не дало результата и необходимо учредить новую организацию.

В начале февраля 1932 г. в США по инициативе руководителя ФРС Юджина Мейера была создана «Финансовая корпорация реконструкции» (Reconstruction finance corporation, RFC) с основным капиталом 0,5 млрд долларов. По решению Конгресса, председателем этой корпорации, начавшей работу 2 февраля, был назначен сам Мейер, совмещавший эту работу с должностью председателя правления ФРС. Президентом корпорации был назначен Чарльз Дауэс, недавно ушедший в отставку с дипломатической службы и в дальнейшем прославившийся «планом Дауэса». Reconstruction Finance Corporation была, в сущности, возрождённой «Военно-

¹²⁸⁷ Возвышение Юджина Мейера (Eugene Isaac Meyer, 1875–1959) началось в августе 1930 г., когда президент Гувер уволил председателя Совета управляющих ФРС Роя Янга, назначив вместо него Мейера – правительственного чиновника, известного своими крупными операциями на бирже в личных целях. Мейер не был человеком Моргана, в отличие от Харрисона и тем более Стронга. Отец Мейера работал в банке Lazard Freres, там же начал свой путь и Юджин Мейер, но вскоре ушёл из Lazard, став независимым финансистом, имевшим покровительство Бернарда Баруха и семьи Гугенхеймов, контролировавших медную промышленность США (Pusey M. Eugene Meyer / M. Pusey. – N. Y.: Alfred A. Knopf, 1974. – P. 117–125).

финансовой корпорацией» (War Finance Corporation), созданной ещё в 1918 г., которой руководил всё тот же Мейер¹²⁸⁸.

Корпорация имела право выпускать векселя, облигации и другие долговые обязательства при условии, что их суммарная стоимость не будет превышать 1,5 млрд долларов, т. е. трёхкратного размера основного капитала (0,5 млрд). Облигации могли размещаться публично либо приобретаться Казначейством США. В дальнейшем, на протяжении 1930-х годов размер уставного капитала корпорации был в несколько раз увеличен. Однако в политике предоставления кредитов вскоре проявились проблемы. Совет директоров корпорации установил процент по выдаваемым кредитам на уровне 6%, что существенно превышало рыночную стоимость кредита. Уже один только этот факт поставил под сомнение возможность корпорации стать реальной альтернативой частному кредиту. К тому же RFC при выдаче кредита нередко требовала в качестве залога наиболее ликвидные активы проблемных банков, что ещё больше повышало их нестабильность. Всего за первые месяцы своего существования RFC выдала кредитов на 238 млн долларов, из которых 160 млн были предназначены для банков и трастовых компаний. Количество проблемных банков, находившихся в нестабильном состоянии, сократилось с 342 в январе 1932 г. до 119 в феврале и 45 в марте. Однако не стоит делать вывод, что деятельность RFC была настолько эффективной. Хотя до марта 1933 г. банкам было предоставлено кредитов в общей сложности на 1 млрд долларов, это не смогло предотвратить новую волну банковского кризиса, после которой были объявлены банковские каникулы¹²⁸⁹.

RFC с самого начала обвиняли в политическом фаворитизме и государственном протекционизме. Так, первый кредит RFC в размере 90 млн долларов (из 500 млн, которыми располагала кор-

¹²⁸⁸ По замыслу, задачей корпорации RFC была финансовая поддержка со стороны правительства компаниям, имевшим оборонное значение. Для этого корпорация имела фонд в 500 млн долларов и получила право выпустить собственные облигации на 3 млрд долларов. Однако на практике кредиты предоставлялись преимущественно вполне определённым, «своим» железным дорогам и банкам. В марте 1919 г. Конгресс принял решение сохранить корпорацию ещё на пять лет для предоставления государственных кредитов (в общей сумме на 1 млрд долларов) американским экспортёрам и финансировавшим их банкам (Kaufman B. Efficiency and Expansion: Foreign Trade Organization in the Wilson administration / B. Kaufman. – Westport (Conn.): Greenwood Press, 1974. – P. 231–232).

¹²⁸⁹ Mitchener K. Blood and Treasure: Exiting the Great Depression and Lessons for Today / K. Mitchener, J. Mason // The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today [Ed. by N. Crafts, P. Fearon]. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – P. 404–405.

порация) был предоставлен Центральному республиканскому банку Чикаго (Central Republic Bank of Chicago), руководимому по совместительству президентом RFC Ч. Дауэсом. Трудно сказать, на что рассчитывал Дауэс – возможно, на то, что кредит останется незамеченным, – но эта история вызвала скандал. Остальные кредиты были выданы крупным банкам и железнодорожным компаниям (в частности, группам компаний, во главе которых были Морган и братья Ван Шверингены, создавшие Alleghany Corporation). Полученные деньги пошли на погашение взятых ранее банковских кредитов.

Ещё одна попытка президента Гувера остановить сползание американской экономики в депрессию была связана с поддержкой плана министра финансов Огдена Миллса и председателя ФРС Юджина Мейера по поддержке банков и финансового рынка с помощью ФРС. По плану, ФРС должна была на открытом рынке приобрести большую партию государственных ценных бумаг, чтобы произвести таким образом вливание крупной суммы наличных денег в финансовую систему. Эти деньги банки должны были бы потратить на расширение кредитов.

Это дало эффект, сразу же устранив дефицит золота, что позволило ФРС начать дальнейшие вливания в банковскую систему капиталов, необходимых для её стабилизации. Но расчёт на то, что банки, устранив дефицит финансов, начнут расширять кредит, не оправдался – эти меры были предприняты слишком поздно, банки не были готовы идти на риск, расширяя кредитование, и финансовая помощь осела в банках в виде увеличенных резервов. К тому же общая активность на финансовом рынке снижалась и спрос на кредиты также уменьшался. Темпы сокращения кредитования (на 20% ежегодно) оставались прежними.

Но главным в этой истории было то, что банкиры заранее узнали о хранившемся в тайне плане ФРС и Министерства финансов и начали повышать цены на государственные бумаги, что обрекло весь этот план на неудачу. Президент Гувер давно уже склонялся к мысли, что экономический спад создаётся искусственной игрой на понижение, которую ведут крупные биржевые спекулянты. Он даже потребовал от руководства Нью-Йоркской биржи не предоставлять «медведям»-понижателям акции в кредит, хотя никаких реальных мер не последовало. После этого Гувер стал всё больше убеждаться в существовании заговора понижателей от демократической партии, готовых на всё, чтобы дискредитировать его администрацию и прийти к власти. Была ли в этом доля правды, сказать

трудно, но Гувер серьёзно верил, что заговор против США поддерживают европейские финансисты (Ротшильды и др.), используя массовую игру на понижение для ослабления американской экономики. Всё это сопровождалось антисемитской риторикой, и было объявлено, что проводником интересов заговорщиков якобы был Бернард Барух, известный нью-йоркский финансист от демократической партии. Рассуждения Гувера о том, что «медвежьи» атаки на рынок устраивают спекулянты от демократической партии во главе с Бернардом Барухом и Джоном Рэскобом из компании «Дюпон», возможно, и были преувеличенными, но своя доля правды в них, скорее всего, была.

Избрание Франклина Рузвельта и новая волна банковского кризиса

К тому времени, когда Франклин Рузвельт занял пост президента, значительная часть финансовой системы США была разрушена, а во многих других странах мира углублялся экономический спад, сопровождавшийся ростом безработицы. В ноябре 1932 г., когда Рузвельт ещё не успел принять присягу, в США началась очередная волна банковского кризиса. Толчком стало массовое изъятие вкладов в одном из крупнейших банков Детройта, центра автомобильной промышленности, – Guardian Trust Company. Когда у банка возникли проблемы, слух об этом быстро распространился, началась массовая паника и «набеги» вкладчиков; в нескольких штатах пришлось полностью закрыть банки. После начала массового изъятия вкладов только лишь с декабря 1932 г. по февраль 1933 г. запасы наличных денег у населения увеличились на 16% (на 760 млн долларов)¹²⁹⁰. Паника распространилась за пределы США – во всех странах пытались избавиться от долларов. Напряжённость усиливали сказанные Рузвельтом во время предвыборной кампании слова о том, что возможна девальвация доллара, если в этом будет экономическая необходимость. К моменту принятия Рузвельтом присяги банковский кризис был в разгаре, а изъятие вкладов стало массовым¹²⁹¹. Из-за уменьшения кредита с 50 до 30

¹²⁹⁰ Фридман М. Монетарная история Соединённых Штатов. 1887–1960 / М. Фридман, А. Шварц. – К.: Ваклер, 2007. – С. 327.

¹²⁹¹ Подробнее о банковском кризисе 1933 г. см.: Wicker E. The Banking Panics of the Great Depression / E. Wicker. – Cambridge: Cambridge University Press, 1996. – P. 108–138.

млн долларов с 1930 по 1933 г. производство быстро сокращалось (металлургические предприятия использовали лишь 12% мощности, выпуск автомобилей сократился в 10 раз, а количество безработных выросло до 13 млн человек).

Свою деятельность Рузвельт начал с принятия срочных мер по спасению банков (на тот момент их было 14 207, в том числе федеральных 4897, остальные – региональные). Банковская и финансовая системы США были в тяжёлом состоянии. В сущности, банки уже не могли нормально работать – единственным выходом было закрытие всех банков (в 28 штатах они уже были закрыты); 5 марта 1933 г. Рузвельт объявил «банковские каникулы» с 6 по 10 марта, чтобы предпринять необходимые меры для спасения банковской системы.

А 12 марта Рузвельт обратился по радио к народу и долго рассказывал о том, как работает банковская система, призывая хранить деньги всё же в банках, а не дома. «Друзья мои, я обращаюсь к гражданам Соединённых Штатов, чтобы немного поговорить о банках. Я обращаюсь к тем, кто понимает механику банковского дела, – таких сравнительно мало, – но особенно к тому огромному большинству из вас, кто пользуется банками, чтобы хранить деньги и выписывать чеки... Я понимаю, – говорил далее Рузвельт в свойственной ему подкупающей доверительной манере, – что многочисленные официальные заявления, исходящие из столиц штатов и Вашингтона, законодательные акты, распоряжения Казначейства и тому подобное – все эти документы, зачастую изобилующие банковскими и юридическими терминами, могут быть непонятны среднему гражданину и требуют разъяснения». «С огромной радостью я улавливаю нотки доверия в настроениях людей по всей стране. У меня нет слов, чтобы выразить им благодарность за поддержку и согласие с той оценкой ситуации, на которой основывается наш курс, хотя, возможно, не всё в происходящих процессах было им понятно. В конце концов, в нынешней перестройке финансовой системы есть нечто такое, что важнее денег, важнее золота, – это доверие людей», – заявил Рузвельт¹²⁹².

¹²⁹² Поясняя события конца февраля – начала марта, президент сказал: «Из-за того, что доверие населения к банкам было подорвано, массы людей кинулись обращать банковские вклады в наличность и золото. Наплыв желающих оказался настолько большим, что даже самые платёжеспособные банки не находили достаточно наличных денег, чтобы удовлетворить спрос... Ко второй половине дня 3 марта, в пятницу прошлой недели, в стране едва ли хоть один банк продолжал нормальные операции. Почти во всех штатах губернаторы объявили о полном или частичном закрытии банков. Банковские каникулы во многих случаях создают большие неудобства,

Как ни странно, но в разгар банковской паники Рузвельту поверили – видимо, сказалось его личное обаяние, – и когда на следующий день, 13 марта, когда открылись банки, вкладчики понесли в них деньги. А 15 марта после перерыва начала работу Нью-Йоркская биржа. К концу марта в банки вернулось 1,5 млрд долларов (всего во время паники было изъято около 2 млрд долларов). Благодаря решительным действиям Рузвельта банковская система была спасена, а восстановление доверия к банкам стало одним из важнейших компонентов последующего медленного восстановления экономической и финансовой систем.

Однако промышленное производство оставалось в угнетённом состоянии, и в следующие несколько месяцев администрация нового президента развила активную деятельность в этом направлении. Были сокращены расходы на государственные нужды и зарплаты государственных служащих, а за счёт программы общественных работ (строительство дорог, мостов и т. п. – на эти работы выделялось 3,5 млрд долларов из государственного бюджета) и создавались многочисленные рабочие места.

В следующем обращении 7 мая 1933 г. Рузвельт говорил: «Одним воскресным вечером, неделю спустя после вступления в должность, я воспользовался радио, чтобы рассказать вам о банковском кризисе и о мерах, которые мы принимали для его преодоления. Я старался объяснить гражданам нашей страны некоторые факты... и вообще помочь понять происходящее. Уверен, что это сильно помогло восстановить доверие. Сегодня, восемь недель спустя, я снова выступаю, чтобы отчитаться перед вами... Как вы знаете, два месяца назад... страна была на волосок от гибели... поскольку спад промышленности и торговли достиг опасной черты»¹²⁹³.

но вместе с тем дают возможность пополнить запасы наличных денег, как того требует ситуация. Помните, что ни один платёжеспособный банк не стал ни на доллар беднее с тех пор, как на прошлой неделе были закрыты его двери. Это относится и к тем банкам, которые, возможно, не смогут немедленно возобновить свою работу» (Рузвельт Ф. Беседы у камина / Ф. Рузвельт. – ИТРК, 2013. – <http://www.e-reading.ws/book.php?book=90802>).

¹²⁹³ «Цены на основные сырьевые товары были такими, что обесценивались активы коммерческих и сберегательных банков, страховых компаний и других финансовых учреждений. Оказавшись в тяжёлом положении, эти учреждения стали отбирать имущество по закладным, требовать погашения ссуд и отказывать в кредитах. Таким образом, фактически шёл процесс уничтожения собственности миллионов людей, которые под обеспечение этой собственности заняли деньги тогда, когда покупательная способность доллара была совершенно иной, чем в марте 1933 года. Если бы правительство не приняло срочные меры, это означало бы «позволить, чтобы и

*Окончание периода экономического либерализма и
«новый курс»*

После кризиса 1929 г. закончился длительный период экономического либерализма. Вынужденной реакцией на экономический спад стал период усиления государственного регулирования рынка ценных бумаг, продолжавшийся до 1970-х годов. Книга Герберта Гувера *American Individualism*¹²⁹⁴, впервые опубликованная в 1922 г. и столь популярная в бурные 1920-е годы, стала совершенно неуместной.

В двадцатые годы считалось, что всё благоприятное для бизнеса хорошо и для экономики, и законодателем настроения была Уолл-стрит. Но в начале 1930-х, время разбитых надежд, когда «американская мечта», казалось, была разрушена, пророки времён экономического бума, такие как Джон Раскоб и Чарльз Митчелл, вели себя скромно, не показываясь на публике. Репутация героев Уолл-стрит была подмочена, и в самой среде крупных биржевых игроков не было заметных лидеров – каждый был сам за себя и выживал, как мог. Когда Бернард Барух появился на Уолл-стрит, то с глубоким почтением относился к выдающимся, как ему казалось, финансистам. Но позже он понял, что те, кого он так уважал, на деле оказались «поверхностными и мелкими», и в биржевых кругах много было людей с «такой завышенной самооценкой, каких не найдёшь ни на одной другой улице в мире»¹²⁹⁵.

Однако крупные биржевые игроки или инвестиционные банкиры в это время не испытывали особых финансовых трудностей – накопленного богатства хватало им, чтобы продолжать жить, как раньше, но в тени. Иногда крупные финансисты делали демонстративные жесты благотворительности – Морган подарил правитель-

дальше люди лишались имущества по закладным, чтобы не работал кредит, а деньги складывались в кубышки». Нетрудно было предвидеть, что всё это «привело бы к вынужденной ликвидации и банкротству банков, железных дорог и страховых компаний и рекапитализации всего бизнеса и всей собственности на более низком уровне. Это означало бы продолжение так называемой дефляции, в итоге которой огромные потери понесли бы все, у кого есть собственность или вклады в банках... такой курс имел бы не только очень серьёзные последствия для экономики, но и социальные последствия, способные принести неизмеримый вред» (Рузвельт Ф. Беседы у камина / Ф. Рузвельт. – ИТПК, 2013. – <http://www.e-reading.ws/book.php?book=90802>).

¹²⁹⁴ Hoover H. *American Individualism* / H. Hoover. – N. Y.: Doubleday, Page & Company, 1922. – 72 p.

¹²⁹⁵ Gilbert C. *Mirrors of Wall Street* / C. Gilbert. – N. Y.: Putnam, 1933. – P. 268.

ству США огромную яхту «Корсар», хотя на деле она была не нужна правительству, а суммы на её ежегодное содержание, незаметные для Моргана, оказались обременительными для государственного бюджета. Морган же отдал свою «старую» яхту лишь потому, что, несмотря на тяжёлые времена, спустил на воду новую яхту, самую большую и дорогую в мире.

Отношение общества к теме предпринимательского индивидуализма, казалось бы, такого типичного для менталитета американцев, быстро изменилось. По словам сенатора Роберта Лафлетта, «банкротство, которое в условиях наихудшего экономического кризиса потерпел Гувер как лидер, вскрывает трагическую несостоятельность сурового индивидуализма». А историк Чарльз Бирд так говорил об отношении к индивидуализму в то время: «Индивидуалистическое кредо “каждый за себя”... означающее инвестиционный рэкет... неприменимо в век технологий, науки и рационализированной экономики», а для преодоления кризиса и последовавшего за ним экономического спада необходимы «стабилизация, планирование... и регулирование производства»¹²⁹⁶.

В США усиление государственного регулирования рынков началось во время реформ Ф. Рузвельта и принятия нескольких законов, определявших деятельность банков и рынков ценных бумаг – закона о банках 1933 г. (Banking Act – так называемый Glass-Steagall Act)¹²⁹⁷, закона о ценных бумагах 1933 г. (Securities Act)¹²⁹⁸, закона о ценных бумагах и бирже 1934 г. (Securities and Exchange Act)¹²⁹⁹. Принятие этих законов стало признанием того факта, что кризис 1929 г. имел наиболее отрицательные последствия в США по причине несовершенного государственного регулирования рынка ценных бумаг.

В марте 1933 г. председатель правления ФРС Юджин Мейер подал в отставку, и основными советниками Рузвельта по финансовым вопросам стали Джеймс Варбург (37-летний сын известного банкира Пола Варбурга) и Джордж Харрисон. А 18 апреля 1933 г. Рузвельт объявил о выходе США из золотого стандарта, несмотря на сопротивление многочисленных критиков (среди которых был и Дж. Варбург), считавших, что эта мера приведёт к неконтролируемому росту инфляции и финансовому хаосу. Однако расчёт Руз-

¹²⁹⁶ Цит. по: Гейсст Ч. Р. История Уолл-стрит / Ч. Р. Гейсст. – М.: Изд-во «Квартет-Пресс», 2001. – С. 228–229.

¹²⁹⁷ Glass-Steagall Act. – http://en.wikipedia.org/wiki/Glass-Steagall_Act.

¹²⁹⁸ Securities Act Of 1933. – <http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>.

¹²⁹⁹ Securities Exchange Act Of 1934. – <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>.

вельта оказался верным и на этот раз: после снижения стоимости доллара по отношению к золоту за следующие три месяца цены выросли почти в два раза и реальная стоимость кредитов значительно снизилась. Это и стало толчком, оживившим промышленность, – объём производства вырос на 50%. К концу 1933 г. снижение курса доллара достигло 40% и на этом остановилось. Но Рузвельт достиг своей цели – к 1937 г. объём промышленного производства вырос на 100%, а ВВП – на 40%.

Работа комиссии по расследованию причин биржевого краха и принятие законов о ценных бумагах

В марте 1933 г. продолжила работу комиссия по выяснению причин биржевого краха 1929 г. Возглавил её Фердинанд Пекора, в прошлом адвокат и помощник окружного прокурора Нью-Йорка, затем – член сенатской комиссии по банкам и денежному обращению. Пекора был известен тем, что возбуждал судебные дела против многих продавцов поддельных ценных бумаг и коррумпированных политиков, успешно доводя эти дела до конца. В 1932 г., когда ещё при Гувере начались слушания в сенатском подкомитете о злоупотреблениях на Нью-Йоркской бирже, Пекора был на этих слушаниях председателем.

Комиссия Пекоры, особенно негативно настроенного против Морганов, продолжила свою работу в 1933 г. уже при Рузвельте, вскрыв многочисленные факты злоупотреблений среди высших слоёв финансовой элиты. Так, Альберт Уиггин, президент банка Chase National Bank, в разгар бума выгодно продал акции своего банка, рассчитывая на их понижение, и заработал на крахе 4 млн долларов. Чарльз Митчелл, руководивший National City Bank, выдал своим сотрудникам кредиты на 2,4 млн долларов без какого-либо обеспечения с целью поддержать после краха их акции (лишь 5% этих кредитов было возвращено). Сам Митчелл заработал на крахе более миллиона долларов, уклоняясь от уплаты налогов. Дж. Морган на протяжении трёх лет, с 1929 по 1931 г., также уклонялся от уплаты налогов¹³⁰⁰.

Во время расследования Пекоры внимание привлекло дело Сэмюэля Инсалла (1859–1938), создавшего в Чикаго одну из круп-

¹³⁰⁰ Kennedy S. The Banking Crisis of 1933 / S. Kennedy. – Kentucky: University Press of Kentucky, 1973. – P. 126.

нейших финансово-промышленных групп, объединившую коммунальные предприятия Чикаго и 20 других штатов. Компании, контролируемые холдингом С. Инсалла, производили около 10% электроэнергии в США. Группой управляло пять холдинговых компаний, в каждой из которых крупными пакетами акций владела семья Инсалла. После краха 1929 г. цены на акции Инсалла быстро упали, и его бизнес начал сокращаться. Но так как доля заёмных средств в группе была весьма высокой, Инсалл должен был выплачивать огромные долги, что поставило его в весьма затруднительное положение. К тому же в финансировании холдингов были свои особенности: часть эмиссии акций холдинговых компаний Инсалл продавал по рыночным ценам, но на значительную часть придерживал для себя опционы. По мере роста цен на акции накануне краха увеличивались и прибыли Инсалла, достигшие в 1929 г. 170 млн долларов; инвесторам же приходилось покупать акции на невыгодных условиях¹³⁰¹. Когда у Инсалла начались трудности, он нанял компанию Halsey, Stuart and Company, чтобы та поддерживала цены на его акции, пока он вёл переговоры с банками о предоставлении кредита. Но банкротства избежать не удалось, и все убытки легли, как обычно, на инвесторов. Сам Инсалл осенью 1932 г. бежал в Грецию, где скрывался полтора года. Американские власти неоднократно пытались добиться выдачи Инсалла, но только при Рузвельте, оказавшем давление на греческую общину США, та попросила выслать его из Греции, и в 1934 г. Инсалл вернулся в США. Опасения Сэмюэля Инсалла, что его будут преследовать, были преувеличены: со временем все обвинения были сняты, и во второй половине 1930-х годов он даже пытался вернуться к финансовой деятельности.

Затем пришёл черёд Моргана. Фердинанду Пекоре, испытывавшему к Моргану особую неприязнь, очень хотелось доказать, что именно банк Моргана, поставивший в зависимое положение от себя многие другие банки и компании, был главным виновником событий 1929 г. Но сделать это было не так просто – Морган предоставил подробный отчёт о деятельности банка, сделав акцент на том, что он никого не принуждал брать у него кредиты или заниматься каким-то операциями, выгодными ему. Привлечённые престижностью банка Моргана, клиенты сами приходили к нему, а не он искал их. Пекора старался обвинить Моргана в том, что более

¹³⁰¹ McDonald F. Insull: The Rise and Fall of a Billionaire Utility Tycoon / F. McDonald. – Chicago: University of Chicago Press, 1962. – P. 316.

60 известнейших банкиров (в том числе Чарльз Митчелл и Чарльз Дауэс) брали у него кредиты, на что Морган резонно ответил, что его банк действительно давал этим людям кредиты, но в этом нет никакой проблемы. А то, что эти люди были ему знакомы и с ними его связывали определённые деловые или личные отношения, тем более не является странным – было бы странным, если бы банк Моргана выдавал кредиты неизвестным заёмщикам с непонятной репутацией. Тогда Пекора поднял вопрос о списках привилегированных лиц, в конце 1920-х годов приобретавших акции холдинговых компаний Моргана (United Corporation, Alleghany Corporation, Standard Brands) по льготным ценам – 20 долларов, в то время как рыночная цена этих акций составляла 35 долларов¹³⁰².

Морганов нередко обвиняли в том, что у них были «свои» финансисты и политики, имевшие возможность скупать новые выпуски акций ещё до того, как они появлялись на публичных торгах. Пресса раздула из этого громкий скандал, и попытки Морганов объяснить, что возможность покупать акции до начала публичных торгов имеет смысл только при растущем рынке ценных бумаг, уже никого не интересовали. В списке привилегированных покупателей акций оказались даже друзья Рузвельта – министр финансов Уильям Вудлин и Норман Дэвис из государственного департамента, а также Кэлвин Кулидж и многие другие политики.

Объяснения Моргана были неубедительными, и все понимали, что за счёт привилегий определённым лицам банк Моргана оказывал влияние на политическую элиту, став по сути правительством внутри правительства. А благодаря перекрёстным директорским постам во многих крупнейших корпорациях банк Моргана фактически управлял всей финансовой системой США и вовлёк страну в кризис 1929 г., а затем и в послекризисную депрессию.

Наиболее болезненным для банкиров был вопрос о крупных комиссионных вознаграждениях, о которых инвестиционные банки не забывали даже во время кризиса, фактически наживаясь на финансовых трудностях государства и общества. Многие считали, что именно банки в погоне за выгодой мешают стране выйти из кризиса. Крупные комиссионные вознаграждения, получаемые при выпуске облигаций, достигали 10% стоимости всей эмиссии, нередко превышая комиссионные при выпусках акций. Размер комиссионных банки определяли по своему усмотрению, а так как, кроме

¹³⁰² Pecora F. Wall Street Under Oath: The Story of Our Modern Money Changers / F. Pecora. – N. Y.: Simon and Schuster, 1939. – P. 13.

банков, никто не мог аккумулировать капитал, необходимый для размещения бумаг, клиентам приходилось принимать условия, выдвигаемые банкирами, а те обогащались за счёт компаний, бумаги которых они размещали. Такая практика, общепринятая в обычных условиях, во время расследования Пекоры вызвала особое негодование, так как действительно трудно было объяснить, почему банки получали по 10 млн долларов комиссионных при размещении эмиссии в 100 млн долларов в то время, как страна всё глубже погружалась в экономическую депрессию. Банкиры, особенно Отто Кан, пытались объяснить членам комиссии Пекоры, чем обусловлены такие комиссионные, но эти объяснения были неубедительными. Во время расследования вспомнили историю о том, как привлекаемые большими комиссионными процентами в торговлю ценными бумагами вошли в 1920-е годы такие крупные участники, как Chase National Bank и National City Bank of New York. И хотя банкиры утверждали, что операциями с ценными бумагами занимались не сами банки, а их дочерние компании, являющиеся самостоятельными участниками рынка, все понимали, что такой аргумент формальный. Предложения, чтобы банки в проспекте эмиссии называли сумму комиссионного вознаграждения, высказывались не раз в 1920-е годы, в частности Луисом Брандисом (Louis Brandeis, 1856–1941), известным юристом, прославившимся во время бума двадцатых годов своей жёсткой критикой чрезмерной власти крупных корпораций.

Фердинанд Пекора, эмоциональный и темпераментный (по происхождению он был итальянец), создал на слушаниях истерическую атмосферу борьбы с заговором, особенно в тех вопросах, которые касались Морганов. Современные исследования материалов слушаний комиссии Пекоры показали, что значительная часть разоблачений Пекоры были измышлениями и ничем не доказанными предположениями, а многие обвинения были сфабрикованы. Но в 1933 г. выявленные комиссией Пекоры злоупотребления окончательно подорвали доверие к банкам и биржам. В обществе многие воспринимали банкиров и финансистов как проходимцев, виновных в финансовом кризисе и экономической депрессии. А «борьба с заговорщиками» отчасти помогла Рузвельту и его администрации принять законы о банках и ценных бумагах, подорвавшие влияние группировки Морганов.

Закон о ценных бумагах был принят в мае 1933 г., в июне 1934 г. его дополнил закон о ценных бумагах и биржах. А принятый в июне 1933 г. закон Гласса-Стигалла разделил инвестицион-

ные и коммерческие банки. И хотя законы о ценных бумагах не содержали каких-либо принципиально новых положений, их основная цель была в том, чтобы ликвидировать те неоднозначные положения и лазейки в существовавших ранее нормативных документах, которыми во время бума и краха 1920-х годов воспользовались брокеры и банкиры.

Закон о ценных бумагах 1933 г. требовал, чтобы публичные продажи новых бумаг начинались только лишь через 21 день после их выпуска, чтобы курсы на бумаги могли «охладиться», как говорили в то время. Эмитенты должны были регистрировать заявки на выпуски бумаг в «Федеральной торговой комиссии» (Federal Trade Commission). Эмитенты муниципальных облигаций были свободны от этого требования, в особенности касавшегося иностранных бумаг.

Закон определил требования по раскрытию информации при выпуске ценных бумаг. В процессе выпуска ценных бумаг должна была соблюдаться полная прозрачность информации, а все инсайдерские операции запрещались. Новые правила выпуска ценных бумаг значительно повысили расходы на эмиссию. Считалось, что эти требования направлены на защиту инвесторов, но на практике поступление сбережений мелких инвесторов для вложения в ценные бумаги теперь стало возможным через крупные посреднические компании, которые могли оплачивать возросшие расходы на эмиссию. Мелкие посреднические финансовые компании (в том числе небольшие инвестиционные банки) вытеснялись с рынка ценных бумаг, уменьшая конкуренцию для крупных банков. Доступ мелких индивидуальных инвесторов на рынок усложнялся, и в смысле демократизации рынка это был шаг назад, хотя в условиях экономического спада этот шаг был, вероятно, необходим.

Закон о ценных бумагах и биржах 1934 г. пошёл гораздо дальше, выступив против традиционных методов работы Уолл-стрит и Нью-Йоркской биржи. Все биржи должны были теперь регистрироваться в «Комиссии по ценным бумагам и биржам» (Securities and Exchange Commission, SEC). Кроме того, закон затронул и методы работы на бирже, в том числе игру на понижение. Требования к маржевым операциям с ценными бумагами были унифицированы и подлежали контролю со стороны ФРС, а созданный «Комитет по методам работы фондовой биржи» (Committee on Stock Exchange Practice) получил право вмешиваться во все аспекты биржевых операций с ценными бумагами. Однако внебиржевой

рынок ценных бумаг, как и рынок фьючерсов, не охватывался нормами закона.

Биржевые трейдеры опасались, что принятие нового закона затронет работу фондовых бирж настолько, что это окажет негативное влияние на весь рынок ценных бумаг, а количество трейдеров может быть ограничено. В действительности всё оказалось не так страшно, и авторы закона посчитали вполне достаточным для предотвращения злоупотреблений (подобных тем, что были в конце 1920-х годов) ограничение игры на понижения и маржевых операций с ценными бумагами. Интересы биржевых трейдеров в сущности не пострадали.

Первоначально контролировать выполнение законов о ценных бумагах должна была «Федеральная комиссия по торговле», но с 1934 г. этим занималась специально созданная «Комиссия по ценным бумагам и биржам» (SEC). Вторым законом о ценных бумагах и биржах 1934 г. значительно расширил полномочия этой комиссии, и, кроме регистрации новых выпусков ценных бумаг, она теперь имела право контролировать политику бирж и публиковать информацию о выпущенных ценных бумагах.

Инвестиционные банки совершенно неожиданно для себя обнаружили, что они находятся под контролем SEC. Это было совершенно непривычным и вызвало сильное беспокойство в финансовых кругах. По новому закону в случае предоставления неверных или неполных данных SEC банки (как и другие участники финансового рынка) должны были нести ответственность. Кроме того, компании для регистрации в SEC должны были предоставлять ежегодные отчёты о своём финансовом состоянии, что вызвало у многих неудовольствие – большинство компаний в США не предоставляли никаких отчётов.

В частности, банк Морган ни разу не публиковал годовой финансовый отчёт, не считая это необходимым. Введение новых правил финансовой отчётности стало одной из основных причин отказа банка Морган от инвестиционного финансирования и его перехода в сферу обычной коммерческой банковской деятельности. Всё это подорвало влияние Морганов, и последней каплей стали суд и тюремное заключение в 1938 г. ставленника Морганов Ричарда Уитни, руководившего Нью-Йоркской биржей и обвинённого в крупномасштабных биржевых спекуляциях. В конце 1930-х годов, накануне Второй мировой войны, влияние Морганов, имевших связи с Великобританией и Францией, ненадолго усилилось – их основные конкуренты Рокфеллеры были слабо связаны с этими

странами, но имели деловые контакты с немецкими компаниями, в частности с «ИГ Фарбен». В дальнейшем, после окончания войны возрастание значения нефти обеспечило Рокфеллерам однозначное лидерство, а Морганы свыклись с новой ролью младших партнёров Рокфеллеров.

После принятия в 1934 г. нового закона о ценных бумагах и приобретения SEC реальной власти над рынком ценных бумаг и биржами всех волновал вопрос, кто же будет управлять комиссией и насколько эти люди будут лояльны к сложившимся на рынке ценных бумаг традициям. Пятью членами комиссии стали Джеймс Ландис, сторонник радикально жёсткого регулирования рынка ценных бумаг и бирж; Фердинанд Пекора, уже известный своими разоблачениями спекуляций на бирже; Джордж Мэттьюз и Роберт Хили из Федеральной торговой комиссии.

Председателем SEC стал Джозеф Кеннеди, друг Рузвельта, поддерживавший все его начинания. Однако в то же время Кеннеди был преуспевающим бизнесменом, и его причастность к миру крупного бизнеса была гарантией того, что он не станет радикально менять традиции, сложившиеся на бирже и рынке ценных бумаг. Это несколько успокоило биржевиков, но вызвало бурю негодования у сторонников «борьбы со спекуляцией» и жёсткого регулирования рынка, заявлявших, что Рузвельт поддался давлению со стороны крупного бизнеса и Уолл-стрит. Особенное возмущение у критиков назначения Кеннеди вызвал тот факт, что летом 1933 г. он оказался в центре скандала, связанного с организацией пула понижателей с целью поддержки акций компании Libby Owen Fords. Но Рузвельт был твёрд в своём решении, считая, что Кеннеди единственный из членов комиссии, кто имел опыт практической работы на рынке ценных бумаг, поскольку остальные были юристами.

И действительно, вскоре всем пришлось признать, что Джозеф Кеннеди оказался удачным управляющим SEC – избегая явного противостояния с Нью-Йоркской биржей и крупными участниками рынка ценных бумаг, он в то же время создал вполне эффективный механизм деятельности SEC, позволявший комиссии препятствовать злоупотреблениям на бирже и в инвестиционных банках. Впрочем вскоре состав SEC сменился, ушёл с поста руководителя и Кеннеди – его сменил Джеймс Ландис.

Деятельность SEC усилила и без того назревавшую оппозицию Рузвельту со стороны представителей крупного бизнеса. Причиной была даже не в создании «Комиссии по ценным бумагам и

биржам», а в общем сопротивлении курсу Рузвельта на ограничение экономического либерализма и усиление государственного регулирования. Рузвельта обвиняли в насаждении социализма и авторитарного стиля управления, чуждых самим основам американской экономики и общества. Одним из критиков нового курса Рузвельта стал Герберт Гувер, издавший в 1934 г. книгу «Вызов свободе», где он объяснял, как после реформ Рузвельта государство начинает вторгаться в такие сферы предпринимательства и частной жизни, которые затрагивать не стоит, так как нарушаются основополагающие принципы индивидуальной свободы. Все эти тенденции приводили Гувера к параллелям между политикой Рузвельта и коммунизмом¹³⁰³. Но эта оппозиция сдала свои позиции после того, как в 1936 г. Рузвельт был избран на второй президентский срок. Его популярность в обществе росла, и критика «нового курса» стала неуместной.

К концу 1934 г. государству удалось подчинить банковский бизнес, биржи и рынок ценных бумаг большему контролю, чем когда-либо до того в истории американской финансовой системы. В этом смысле первый закон о ценных бумагах 1933 г. был направлен помимо всего прочего против National City Bank и National City Company, одних из основных героев событий 1929 г., закон о банках – против влияния Моргана, а закон о ценных бумагах и биржах 1934 г. подчинил контролю со стороны правительства Нью-Йоркскую фондовую биржу. Закон о холдинговых компаниях 1935 г., принятый после краха финансовой группы С. Инсалла, потребовал от всех компаний, владевших коммунальными предприятиями, регистрации в SEC.

Начатая Рузвельтом «охота на медведей» и борьба с понижателями на рынке ценных бумаг не давали покоя бирже на протяжении всех 1930-х годов. Критиковать банкиров и биржевиков стало модным и в этом особенно преуспели политики, в частности Гарри Трумэн, сенатор от штата Миссури и будущий президент США. По словам Трумэна, Уолл-стрит при всей способности контролировать финансы так и не выдвинула из среды финансистов способных государственных деятелей¹³⁰⁴.

После того как SEC стала всё больше вмешиваться в работу биржи, и особенно после того, как в 1935 г. Ричарда Уитни на по-

¹³⁰³ Hoover H. The Challenge to Liberty / H. Hoover. – N.Y.: Charles Scribner's sons, 1934. – 212 p.

¹³⁰⁴ Truman H. Memoirs / H. Truman. – 2 vols. V. 2. Years of Trial and Hope. – N. Y.: Doubleday, 1956. – P. 45.

сту председателя Нью-Йоркской биржи сменил Чарльз Гай, в работе биржи начались изменения. Влияние крупных биржевиков, контролировавших всю биржевую политику, ослабело, и в совете биржи всё большее влияние приобретали брокеры, работавшие за комиссионные. Несмотря на общий спад, на рынке оставалось большое количество таких брокеров, работавших с ценными бумагами, хотя доходы их значительно снизились. Обычной стала практика слияния брокерских компаний, не приносящих прибыли. Так, одна из крупнейших брокерских фирм Edward B. Smith and Company вынуждена была объединиться с компанией Charles D. Barney, образовав новую фирму Smith Barney and Company. Подобных примеров было в то время немало.

В это же время Ассоциация инвестиционных банкиров, основная профессиональная группа на рынке ценных бумаг, в духе веяний нового курса Рузвельта и призывов к саморегулированию рынка разработала кодекс поведения для своих членов. В начале 1934 г. в ассоциацию было включено 440 брокерских фирм; большинство из них (их было несколько тысяч) не входили в ассоциацию. Кодекс поведения делал акцент на финансовую прозрачность компаний, выпускавших ценные бумаги, определял нормы операций по продаже и деятельности синдикатов, запрещая ставшую привычной практику составления списков лиц, имевших привилегии в приобретении акций. Этот прецедент был весьма показательным – многие крупные участники рынка ценных бумаг были настроены на соблюдение новых законов, не надеясь на то, что они просуществуют недолго и не приживутся, как заявлял Морган. Однако после ухода Кеннеди с поста председателя Комиссии по ценным бумагам и биржам конструктивные настроения, идеи саморегулирования и информационной открытости сменились более прагматичными целями – самосохранением и выживанием в условиях усиления государственного контроля.

Этот контроль особенно усилился, когда место Джеймса Ландиса, преемника Джозефа Кеннеди, занял Уильям Дуглас, прямо называвший биржевиков и финансистов «финансовыми термитами», вместо древесины питающимися чужими капиталами; для Дугласа все они были спекулянтами и паразитами, наживающимися за счёт мелкого бизнеса¹³⁰⁵. Но и тогда планы по созданию саморегулирующейся организации профессиональных участников рынка

¹³⁰⁵ Douglas W. *Democracy and Finance. The Addresses and Public Statements of W.O. Douglas as Member and Chairman of the Securities and Exchange Commission* / W. Douglas. – New Haven, Conn.: Yale University Press, 1940. – P. 8.

ценных бумаг сохранялись. В 1936 г. брокеры и инвестиционные банкиры создали группу, получившую название «Конференция инвестиционных банкиров» (Investment Bankers Conference), независимую от уже существующей Ассоциации инвестиционных банкиров. В группу вошло около 20% всех биржевых брокеров. Инициативу поддержал Уильям Дуглас – группа могла влиять на небиржевой рынок, а Дуглас понимал, что если бы SEC попыталась регулировать данный рынок, то это закончилось бы неудачей и негативно повлияло бы на имидж не только Комиссии по ценным бумагам, но и самого Дугласа. А в 1937 г. был принят закон Мэлони (названный по имени Фрэнсиса Мэлони, сенатора от штата Коннектикут), которым была учреждена Национальная ассоциация дилеров ценных бумаг (National Association of Securities Dealers, NASD), наблюдавшая за небиржевым рынком.

В ассоциацию вступило большинство брокеров и дилеров, работавших на рынке ценных бумаг. Противников и критиков у ассоциации практически не было. На рынке незарегистрированных ценных бумаг, не вошедших в котировки фондовых бирж, отмечались значительные колебания цен, и все понимали необходимость хотя бы каких-то мер для упорядочивания этого рынка. Акции крупнейших известных компаний (около 2500 наименований ценных бумаг) обращались на Нью-Йоркской бирже и на фондовых биржах других городов, но количество акций, не вошедших в котировки бирж, также было весьма значительным – около 3000 наименований. Ранее не зарегистрированные бумаги, не вошедшие в котировки, не подлежали какому-либо регулированию. Цены на них устанавливались на рынке стихийно, а предоставление информации об эмиссиях и эмитентах было эпизодическим. После создания NASD и на эти бумаги стали распространяться нормы обеспечения информационной прозрачности. Но практически обеспечить выполнение этих правил оказалось делом весьма затруднительным – на внебиржевом рынке работало около 6 тыс. человек, и контролировать соблюдение ими правил информационной прозрачности было весьма проблематичным. Но, как бы там ни было, все соглашались, что лучше любые попытки регулирования внебиржевого рынка, чем полная его стихийность и неуправляемость¹³⁰⁶.

¹³⁰⁶ Одним из крупных биржевиков, вскоре почувствовавших на себе последствия новых методов регулирования рынка, стал Майкл Михан, прославившийся в 1920-е годы игрой на повышение с акциями RCA, одними из наиболее популярных и быстро растущих. В 1937 г. по решению SEC Михан был исключён из членов Нью-Йоркской фондовой биржи и нескольких других бирж за манипулирование ценами

Принятые меры по регулированию рынка и оздоровлению финансовой системы вскоре дали свои результаты, и после неблагоприятного периода 1934–1935 гг. эмиссии корпоративных бумаг начали расти. Так, с 1934 по 1936 г. количество новых облигаций увеличилось в 15 раз, хотя среди них значительная часть эмиссий не была зарегистрирована в SEC и продавалась в частном порядке сравнительно небольшому количеству институциональных инвесторов.

Начавшееся после принятия в 1934 г. закона о ценных бумагах и биржах некоторое оживление на рынке ценных бумаг оказалось обманчивым, так как многие из выпущенных облигационных займов на деле были займами рефинансирования – когда наступали сроки погашения старых облигаций, их можно было выгодно рефинансировать под низкие проценты. Гарантами новых облигаций становились всё те же андеррайтеры, которые размещали на рынке первоначальные выпуски, либо их подразделения.

Так, если первичным андеррайтером был банк J. P. Morgan and Company, то при рефинансировании андеррайтером становилась компания Morgan Stanley and Company, по сути тот же банк Моргана. Так создавалась видимость некоторого подъёма на рынке ценных бумаг, но в обществе зрели опасения, что значительная часть промышленных предприятий и банков контролируется всё теми же монополистами, в частности Морганом.

В то время такое «приватное» размещение эмиссий ценных бумаг среди «своих» инвесторов рекламировалось инвестиционными банками как один из способов обойти новые правила регистрации ценных бумаг, введённые законом 1934 г. о ценных бумагах

акций. В частности, это касалось бумаг Bellanca Aircraft Corporation, цены на которые за счёт игры на повышение начали быстро расти, что совершенно не соответствовало реальному финансовому состоянию компании. Ирония, отражавшая смену эпох, была в том, что малоизвестная за пределами узких кругов компания Bellanca не шла ни в какое сравнение по масштабу с RCA. Все знали, что корпорацию контролировал Михан, который так и не понял, что ситуация на рынке ценных бумаг в условиях «нового курса» Рузвельта изменилась, и продолжал работать по методам конца 1920-х, тогда считавшимся вполне обычными. По словам «Нью-Йорк Таймс», «Комиссия по ценным бумагам и биржам сегодня отстранила Майкла Михана, в прошлом члена трёх американских фондовых бирж – колоритную фигуру с Уолл-стрит» (SEC Expels Meehan on Rigging Charge; First Action of Its Kind Taken by Federal Agency Under Securities Act of 1934 // The New York Times. – 1937. – 3 August).

и биржах, но вскоре в экономике началось заметное восстановление и о попытках обойти законы о ценных бумагах уже никто не говорил. К 1937 г. объём производства достиг уровня 1929 г., безработица сократилась с 25% до 14%. Однако подъём продолжался недолго, и в 1937 г. начался новый спад, когда продажи бумаг на Нью-Йоркской бирже уменьшились на 25%, а уровень безработицы снова вырос до 20%.

Сторонники «нового курса» Рузвельта считали виновниками спада инвестиционные банки, сопротивлявшиеся всем попыткам регулирования рынка ценных бумаг, а представители банков – чрезмерное регулирование рынка, ведущее к снижению доходов от андеррайтинга, упавших по сравнению с 1920-ми годами на 50%. Ещё больше сократилась прибыль брокеров – с 227 млн долларов в 1929 г. до 43 млн в 1938 г.¹³⁰⁷

В это время всеобщее внимание в биржевых кругах привлёк скандал, разразившийся вокруг Ричарда Уитни, президента Нью-Йоркской биржи. В 1937 г. в условиях очередного спада на рынке Уитни, по натуре своей биржевой игрок, всегда имевший склонность к риску, начал вкладывать капиталы в бумаги, сомнительность которых была очевидной для всех. Когда стоимость этих бумаг начала падать, Уитни вошёл в крупные долги, в том числе перед банком Моргана, где работал его брат Чарльз, но так и не смог компенсировать потери. Тогда он начал заимствовать деньги из фонда Нью-Йоркской биржи, присвоив в общей сложности около 1 млн долларов. Когда эта история стала известной, разразился скандал, Уитни оказался на скамье подсудимых, а затем и в тюрьме, на чём закончилась его карьера финансиста.

После скандала с Уитни SEC подняла вопрос о реформировании Нью-Йоркской биржи. Была создана специальная комиссия Конвея, предлагавшая не только изменить систему управления биржей, но и ввести оплачиваемую должность президента. До того президент биржи (в том числе Уитни) добровольно исполнял эти обязанности и был ставленником биржевого сообщества, в принципе не имея возможности принимать решения, противоречившие интересам биржевых трейдеров.

Особый интерес к реформированию биржи проявлял председатель Комиссии по ценным бумагам и биржам Уильям Дуглас, предлагавший на пост президента биржи Уильяма Макчесни Мар-

¹³⁰⁷ Carosso V. Investment banking in America: A History / V. Carosso. – Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1970. – P. 397.

тина, члена биржи, известного скромным, даже аскетическим образом жизни и своей приверженностью идеям реформирования биржи. Назначение Мартина имело и символическое значение – с уходом Уитни биржа окончательно освободилась от занимавших руководящие посты лиц, связанных в восприятии общества с крахом 1929 г.

Дуглас имел и более масштабный план ограничить влияние брокерских фирм – крупных держателей ценных бумаг своих клиентов-вкладчиков. Обычно бумаги, находившиеся на хранении в брокерских фирмах, давались в кредит игрокам на понижение. Дуглас хотел ограничить саму возможность такой игры, предлагая организовать крупную трастовую компанию – депозитарий ценных бумаг, что не только лишило бы брокерские фирмы возможности хранить бумаги клиентов, но и подорвало бы саму возможность использовать эти бумаги для игры на понижение.

Спад 1938 г. подтолкнул правительство к очередному этапу борьбы с монополистами (такими, как US Steel, AT&T, и многими другими) и созданию в июне 1938 г. Временного национального комитета по экономике (Temporary National Economic Committee, TNEC), занявшегося расследованием власти монополий, в том числе в сфере инвестиционного финансирования, страхования, коммунальных услуг и т. п. Противники «нового курса» считали создание TNEC очередным шагом по усилению государственного вмешательства в экономику вместо того, чтобы развивать частное предпринимательство. Особое внимание TNEC привлекла концентрация власти в инвестиционных банках. И действительно, в это время инвестиционные банки размещали значительную часть новых эмиссий ценных бумаг в закрытом порядке, не предлагая их на открытых торгах. Почти половину корпоративных бумаг в 1938–1940 гг. снова начали размещать в частном порядке среди крупных институциональных инвесторов в обход регистрации в Комиссии по ценным бумагам и биржам. Казалось, что во время кратковременного подъёма 1937 г. эта практика ушла в прошлое, но с началом спада 1938 г. она снова стала весьма распространённой.

На бирже, где в большинстве были противники реформ Рузвельта, преобладало мнение, что такая практика является прямым следствием чрезмерно усложнённой процедуры регистрации эмиссий. Однако сторонники «нового курса» считали, что для зрелых и стабильных компаний нет никакой проблемы в регистрации выпусков ценных бумаг и открытой их продаже на конкурентной основе с использованием кредитных рейтингов. На практике же при-

ватные и закрытые продажи бумаг начали возрастать именно после создания Временного национального комитета по экономике (TNEC).

Комитет без труда выявил концентрацию капиталов и власти у инвестиционных банков и крупных корпораций¹³⁰⁸. Среди шести основных андеррайтеров явно лидировал банк Моргана – все понимали, что компания Morgan Stanley является новой вывеской для знаменитой J. P. Morgan and Company. Шесть крупнейших андеррайтеров были тесно связаны между собой¹³⁰⁹.

В конце 1930-х годов, когда нарастала общая международная напряжённость и мир находился на грани новой войны, на американском рынке ценных бумаг отмечалась общая стагнация – отчасти из-за общей неопределённости, отчасти из-за ограничений, созданных политикой Рузвельта. После спада 1937–1938 гг. выпуск корпоративных облигаций несколько увеличился, но рынок акций не отличался какой-либо динамикой. Инвестиционные банки поддерживали себя всё теми же закрытыми приватными размещениями облигаций. Но брокерские компании испытывали значительные затруднения – объём операций с ценными бумагами на Нью-Йоркской бирже снизился в четыре раза по сравнению даже с началом 1930-х годов, не говоря уже о конце 1920-х. Значительно со-

¹³⁰⁸ Среди основных андеррайтеров корпоративных ценных бумаг доминировали одни и те же крупные компании из Нью-Йорка: Morgan Stanley and Company, First Boston Corporation, Kuhn, Loeb and Company, Dillon Read, Smith Barney and Company, Blyth and Company. С 1934 по 1939 г. эти компании были андеррайтерами 57% новых эмиссий ценных бумаг. Другая группа из 14 менее крупных нью-йоркских компаний были андеррайтерами 21% оставшихся бумаг, а компании из других городов были андеррайтерами всего лишь 12% выпусков новых бумаг. При этом шесть компаний из первой группы были андеррайтерами наиболее ликвидных бумаг с высоким рейтингом; 14 компаний второй группы занимались размещением бумаг с более низкими рейтингами, а компании из других городов не имели доступа к высоколиквидным бумагам, занимаясь в основном выведением на рынок бумаг низкого качества.

¹³⁰⁹ Так, Чарльз Блит из Blyth and Company руководил этой инвестиционной компанией совместно с Чарльзом Митчеллом из хорошо известной в конце 1920-х National City Company. Подобные связи были и между другими основными андеррайтерами. Критики «нового курса» считали, что в такой концентрации нет ничего противозаконного и необычного – это привычная практика, усилившаяся в период экономической депрессии, когда выживали крупнейшие компании. Подобная монополизация была выявлена TNEC и в страховом бизнесе, в частности среди компаний, занимавшихся страхованием жизни. Пять ведущих компаний (Metropolitan Life Insurance Company, Prudential Insurance Company и др.) контролировали более 50% активов всех страховых компаний США, а 16 крупнейших страховых компаний владели 85% активов (Lynch D. The Concentration of Economic Power / D. Lynch. – N.Y.: Columbia University Press, 1946. – P. 118).

кратилось количество членов биржи, и рынок ценных бумаг переживал не лучшие времена. Деятельность брокеров рынка ценных бумаг была значительно ограничена новыми правилами, введенными SEC, а также нормами, установленными Национальной ассоциацией дилеров ценных бумаг. Все эти ограничения коснулись прежде всего тех, кто выполнял основной объём биржевых операций с ценными бумагами, что не могло не сказаться на дальнейшем общем снижении активности. Инвесторы, видя все эти настроения рынка, также не спешили вкладывать капиталы в ценные бумаги.

Некоторое оживление на рынке ценных бумаг началось, когда в 1941–1945 гг. Казначейство США разместило семь выпусков облигаций военных займов. В каждом из округов ФРС размещением облигаций занимался один из уполномоченных банков – членов Федеральной резервной системы, распределявший затем облигации по местным банкам. Всего в размещении этих облигаций участвовало 500 дилеров и несколько тысяч банков, а самым крупным частным продавцом облигаций военных займов была Kidder, Peabody and Company. За счёт размещения этих облигаций к 1945 г. государственный долг США вырос с 45 млрд долларов в 1941 г. до 260 млрд в 1945 г.¹³¹⁰ В стабилизации экономической системы США важную роль сыграли военные государственные заказы промышленности¹³¹¹. За время войны в США была восстановлена полная занятость, но показателей докризисного 1929 г. американская экономика достигла только в 1954 г.

Германия: от «плана Дауэса» до Третьего рейха

Результаты войны и споры о репарациях

В годы перед Первой мировой войной успехи Германии впечатляли всех – из не очень развитой аграрной страны она превратилась в наиболее динамичную по темпам роста индустриальную державу, технологическими инновациями и научным потенциалом

¹³¹⁰ U.S. Department of Commerce. Historical Statistics of the United States: Colonial Times to 1957. – Washington, DC: U.S. Department of Commerce, 1961. – P. 720.

¹³¹¹ Они быстро росли с 15 млрд долларов в 1940 г. до 36,2 млрд в 1941 г. (на 141,3%), затем до 98,9 млрд в 1942 г. (на 173,2%) и до 147,8 млрд в 1943 г. (на 49,4%) – всего более чем в восемь раз. Безработица снизилась с 14,6% в 1940 г. до 9,9% в 1941 г., 4,7% в 1942 г. и 1,9% в 1943 г.

опережавшую Великобританию и Францию. Но Берлин как финансовый центр ещё не мог быть конкурентом Лондона или Парижа.

Устойчивое продвижение в предвоенные годы Германии на мировые рынки вызвало, по словам наиболее известного немецкого финансиста тех лет Ялмара Шахта, негативное отношение у тех старых индустриальных держав, которые видели в этом угрозу для своего положения на этих рынках¹³¹².

В начале Первой мировой войны общие настроения на германском финансовом рынке были гораздо более спокойными, чем на британском, хотя снижение курсов акций в конце июля 1914 г. создало затруднения для некоторых немецких банков – Norddeutsche Handelsbank из Ганновера закрылся, а несколько финансистов разорились и покончили с собой. Однако панического снятия вкладов не было, а золотые резервы Рейхсбанка (500 млн долларов) сократились в начале войны лишь на 25 млн.

На немецком рынке акций была группа бумаг, которые не только не обесценились за годы войны, но и значительно выросли с 1914 по 1922 г. (в среднем в 13 раз). Это были акции некоторых горнодобывающих компаний (Gelsenkirchen – с 181 до 1374 марок; Muhlheimer – с 155 до 1990 марок), машиностроительных и военных предприятий (Schwelmer Eisenwerk – с 135 до 2800 марок; Deutsche Waffen – с 331 до 1605 марок). Курсы остальных акций снизились в среднем в три раза.

Ещё в июне 1918 г. казалось, что шансы Германии на победу достаточно велики – немецкие войска были менее чем в 100 километрах от Парижа. Но когда союзники перешли в наступление, оказалось, что ресурсы Германии уже исчерпаны. Обострился политический кризис, и 9 ноября кайзер Вильгельм бежал в Нидерланды. Через два дня, 11 ноября 1918 г. было подписано соглашение о прекращении войны. Рейхсканцлером стал принц Макс Баденский, а лидер социал-демократической партии Филипп Шейдеманн публично объявил о создании немецкой республики. После этого в Берлине на улицах начались беспорядки и столкновения между войсками и коммунистически настроенными членами «Союза Спартака».

Вскоре после окончания войны в финансовых и политических кругах начались споры о немецких репарациях – денежной компенсации, которую Германия должна была выплатить Франции,

¹³¹² Schacht H. My first seventy-six years / H. Schacht. – L.: Allan Wingate, 1955. – P. 129.

Англии и США по условиям Версальского мирного договора. Первоначально речь шла о сумме 132 млрд марок золотом¹³¹³ (около 30 млрд долларов по довоенному курсу 4,2 марки за доллар). Поскольку Германия не имела возможности сразу выплатить эту сумму, страны-победители вывозили с немецкой территории всё ценное.

Вопрос о репарациях начал обсуждаться на Парижской мирной конференции (проходила с перерывами с 18 января 1919 г. по 21 января 1920 г.). Наиболее жёсткую позицию занимала Франция, выплатившая Германии после Франко-прусской войны 1870–1871 гг. 5 млрд франков золотом и считавшая, что из Германии необходимо выжать максимальную компенсацию.

Действительно, за полвека Германия дважды первой нападала на Францию, к тому же в начале XX в. она была признанным технологическим лидером и по количеству населения (60 млн) превосходила Францию (40 млн). Поэтому Франция решила воспользоваться возможностью ослабить такого опасного конкурента, занимая особенно жёсткую позицию и на Парижской конференции, и на всех дальнейших переговорах.

И хотя получение денежной компенсации от Германии было не самым важным вопросом по сравнению с политической конкуренцией, со стороны французской делегации поступали иногда совершенно нереалистичные предложения в отношении размеров репараций, достигавших 100 млрд долларов (при том, что ВВП Германии в 1912 году был 12 млрд долларов). Это затягивало переговоры о репарациях, и сформировать единое мнение среди союзников так и не удавалось. Британская делегация предлагала, чтобы репарации были не менее 55 млрд долларов, американская делегация называла более адекватную сумму – от 10–12 млрд (что было сопоставимо с довоенным ВВП) до 24 млрд долларов.

Наконец было принято решение, что часть репараций (5 млрд долларов) Германия должна выплатить до 1 мая 1921 г., а размер остальной части будет определён позже. В 1920 г. комиссия по репарациям, работавшая в Париже, определила их общий размер – 33 млрд долларов. На практике Германия с 1919 по 1921 г. с трудом смогла выплатить лишь 2 из 5 млрд. В мае 1922 г. на конференции

¹³¹³ Guinnane T. W. *German Debt in the Twentieth Century* / T. W. Guinnane // *The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets* / Ed. by W. N. Goetzmann, K. G. Rouwenhorst. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – P. 327–358; Ferguson N. *The Ascent of Money. A Financial History of the World* / N. Ferguson. – N.Y.: The Penguin Press, 2008. – P. 159.

в Лондоне был предложен новый план, согласно которому сумма репараций была снижена до 12,5 млрд долларов (довоенный ВВП Германии), а ежегодные выплаты Германии должны были составлять 600–800 млн долларов. Но немецкая сторона не принимала и это предложение, стараясь всеми путями уменьшить размер репараций, затягивая сроки выплаты и не соблюдая график платежей.

Гиперинфляция в Германии

Если союзники хотели получить какие-либо репарации, Германии необходимо было прежде всего дать возможность восстановить свою промышленность, иначе у неё не было бы источника доходов и выплачивать репарации она не смогла бы. Но в Германии рос дефицит бюджета. Расходы за годы войны были огромными у всех её участников, но особенно велико их бремя было в Германии. Из 47 млн долларов, военных расходов лишь 10% удалось покрыть за счёт налогов. В Германии не было ни настолько развитого рынка ценных бумаг, как в Англии (где успешно размещались облигации военных займов), ни такого количества инвесторов-рантье (преимущественно из среднего класса), как во Франции. Промышленное производство за годы войны сократилось в Германии, как и во Франции, на 30% (в Великобритании – на 5%).

Оставался только путь денежной эмиссии. Хотя за время войны, с 1914 по 1918 г. количество наличных денег в обращении выросло во всех странах (в Англии в два раза, во Франции – в три, а в Германии – в четыре), дальнейшая гиперинфляция в немецкой финансовой системе была беспрецедентной. Начало такой финансовой политики, приведшей со временем к весьма пагубным последствиям, обычно связывают с именами главы Рейхсбанка Рудольфа фон Хавенштайна и экономиста Карла Хейфериха, секретаря казначейства, автора книги *Das Geld*¹³¹⁴.

В сущности, после войны побеждённая Германия пошла по пути, наиболее лёгкому для неё, увеличив к концу 1920 г. денежную массу на 400%, после чего цены выросли в 10 раз по сравнению с 1913 г. Необходима была девальвация, но немецкое правительство под влиянием Хавенштайна избрало путь инфляции отчасти для того, чтобы уменьшить выплаты по военным репарациям. Рейхсбанк начал наращивать денежную эмиссию. Это привело

¹³¹⁴ Helfferich K. *Das Geld* / K. Helfferich. – Berlin: C. L. Hirschfeld, 1903. – 590 s.

к быстрому падению курса марки: если в 1914 г. он был 4,2 за 1 доллар, в 1920 г. – 65, то в 1922 г. – 7000.

Ситуация ещё больше обострилась после того, как в начале 1923 г. из-за нарушения сроков выплаты репараций франко-бельгийские войска заняли Рурскую область, дававшую Германии 90% угля и 50% железа. Дефицит бюджета достиг 1,5 млрд долларов. За 1922 г. в обращение было выпущено 1 трлн марок, а за первое полугодие 1923 г. – уже 17 трлн. В ноябре 1923 г. гиперинфляция достигла небывалых масштабов – за 1 доллар давали 30 млрд марок. В такой же пропорции выросли и цены на предметы первой необходимости.

«Сразу упала марка, и продолжала безудержно падать, пока не дошла до фантастически сумасшедших чисел-биллионов. Только теперь инфляция отмечала здесь свой шабаш ведьм, по сравнению с которым наша австрийская инфляция с её невероятным соотношением один к пятнадцати тысячам казалась теперь всего лишь детской игрой. Чтобы рассказать о ней во всех подробностях, со всей её абсурдностью, потребовалась бы целая книга, и эту книгу люди сегодняшнего дня восприняли бы как сказку. Были такие дни, когда утром газета стоила пятьдесят тысяч, а вечером – сто; кто хотел обменять иностранные деньги, оттягивал этот обмен на час-другой, ибо в четыре часа он получал во много раз больше, чем за шестьдесят минут перед тем», – вспоминал С. Цвейг. А над всей этой вакханалией «на недостижимой высоте стояла фигура крупного спекулянта Стиннеса. Пользуясь тем, что марка безудержно падала, он скупал всё, что можно было купить: угольные шахты и суда, фабрики и пакеты акций, замки и поместья, – и всё задаром». Вскоре в его руках оказалась «четверть Германии, и странное дело – им, словно гением, бурно восхищался народ, который в Германии всегда поклоняется видимому успеху. На улицах тысячами стояли безработные и показывали кулаки сидевшим в роскошных автомобилях спекулянтам и иностранцам, которые покупали целые улицы, словно коробок спичек»¹³¹⁵. «То было время инфляции. В ме-

¹³¹⁵ «Я послал, например, моему издателю рукопись, над которой работал целый год, и полагал себя обеспеченным, потребовав немедленной оплаты вперёд за десять тысяч экземпляров; когда я получил перевод, он уже едва покрыл почтовые расходы на пересылку рукописи». В это безумное время «за сто долларов можно было кварталами закупать семизэтажные дома на Курфюрстендамм... Подростки, которые нашли в порту забытый ящик мыла, месяцами гоняли на машинах и жили как князья, продавая каждый день по одному куску, в то время как их родители, некогда богатые люди, перебивались чем только могли. Разносчики основывали банки и спеку-

сяц я зарабатывал двести миллиардов марок. Деньги выдавали два раза в день, и каждый раз делали на полчаса перерыв, чтобы сбежать в магазины и успеть купить хоть что-нибудь до очередного объявления курса доллара, так как после этого деньги снова наполовину обесценивались»¹³¹⁶.

В начале ноября 1923 г. хлеб в Берлине стоил 140 млрд марок, и по всей стране начались беспорядки. В Мюнхене произошёл знаменитый «пивной путч», во время которого Гитлер и его последователи впервые попытались захватить власть. В условиях гиперинфляции расцвела спекуляция ценными бумагами, хотя многие из них значительно упали в цене по сравнению с довоенным временем (акции Deutsche Bank – со 114 до 6,5 фунтов; Siemens und Halske – со 101 до 6 фунтов). Общая стоимость акций, котирувавшихся на Берлинской бирже, снизилась с 1767 до 600 млн фунтов в 1921 г.¹³¹⁷

Берлин 1920-х – «всемирный Вавилон»

Несмотря на напряжённое положение, жизнь в Берлине кипела – за короткое время на спекулятивной игре на бирже создавались огромные состояния, которые потом их владельцы стремились так же быстро потратить, пока они не обесценились. Этот сравнительно молодой город, жизнь в котором до войны не отличалась особой изысканностью, названный Марком Твеном «немецким Чикаго»¹³¹⁸, современники считали несколько вульгарным.

Однако в период угара гиперинфляции он внезапно стал новым «всемирным Вавилоном»¹³¹⁹. Берлин в годы Веймарской рес-

лировали валютами разных стран» (Цвейг С. Вчерашний мир. Воспоминания европейца / С. Цвейг. – М.: Радуга, 1991. – http://www.belousenko.com/wr_Zweig.htm).

¹³¹⁶ Ремак Э. М. Три товарища / Э. М. Ремак. – lib.ru/INPROZ/REMARK/tritovar.txt.

¹³¹⁷ Fergusson A. When Money Dies. The Nightmare of Deficit Spending, Devaluation and Hyperinflation in Weimar Germany / A. Fergusson. – N. Y.: Public Affairs, 2010. – P. 158.

¹³¹⁸ Twain M. The Chicago of Europe: And Other Tales of Foreign Travel / M. Twain. – N. Y.: Sterling Publishing Company, 2009. – P. 191–195.

¹³¹⁹ «Берлин превратился в сущий Вавилон. Бары и увеселительные заведения... росли как грибы... Даже Рим Светония не знал таких оргий, как берлинские балы “трансвестистов”, где сотни мужчин в дамских платьях, а женщины в мужском одеянии танцевали под покровительственным надзором полиции. Это сумасшествие как результат падения всех ценностей охватило как раз буржуазные, до тех пор непоколебимо устойчивые круги... Но самым отвратительным в этой эротомании бы-

публики (1919–1933) уже мало чем напоминал скучноватую и напыщенную столицу прусской родовой знати и законопослушного среднего класса, каким он был до Первой мировой войны. В 1920-е годы этот город, освободившийся от своего прошлого, был наполнен особой энергией, которой не было ни в одном другом городе Европы, и эта энергетика Берлина привлекала сюда самых выдающихся писателей, художников, архитекторов, музыкантов и деятелей театра. Жизнь в Берлине «казалась более свободной, современной и увлекательной», чем в других столицах мира¹³²⁰.

В Берлине тех лет творческие поиски и порок декаданса образовывали странную и завораживающую смесь. Такой жизнью на грани, жизнью с чувством обречённости и в тревожном ожидании неизбежного – времени, когда над городом начали развеваться знамена со свастикой, – Берлин завораживал многих, а те, кто оказался тогда в Берлине, были покорены этим городом, «сиявшим и преливавшимся как драгоценный камень»¹³²¹.

Ялмар Шахт

В новом правительстве Густава Штресермана в середине 1923 г. уполномоченным по денежному обращению стал Ялмар Шахт, начавший свою карьеру финансиста в 1918 г. в Национальном банке (Nationalbank), и вскоре возглавивший его. Когда в банк пришёл по приглашению Шахта биржевой маклер Якоб Гольдшмидт, он после удачно спланированных слияний и поглощений превратил его в один из крупнейших банковских консорциумов в Германии – Darmstädter und Nationalbank (Danatbank). В последствии Шахт стал всё больше отдаляться от Danatbank, где Гольдшмидт увлёкся рискованными финансовыми операциями. Должность Я. Шахта – «уполномоченный по денежному обращению», – была создана в противовес должности председателя Рейхсбанка Рудольфа фон Ха-

ла её ужасающая неестественность. В основе своей германская вакханалия, разразившаяся с инфляцией, была лишь слепым подражанием» (Цвейг С. Вчерашний мир. Воспоминания европейца / С. Цвейг. – М.: Радуга, 1991. – http://www.belousenko.com/wr_Zweig.htm).

¹³²⁰ Shirer W. The Rise and Fall of the Third Reich: A History of Nazi Germany/ W. Shirer. – N. Y.: Simon & Schuster, 1990. – P. 118. Shirer W. Berlin diary: the journal of a foreign correspondent, 1934–1941 / W. Shirer. – N. Y. Johns Hopkins University Press, 2002. – 648 p. Подробнее о жизни в Берлине тех лет см.: Gordon M. Voluptuous panic: the erotic world of Weimar Berlin. – Los Angeles: Feral House, 2006. – 308 p.

¹³²¹ Large D. C. Berlin / D. C. Large. – N. Y.: Basic Books, 2000. – P. 211.

венштайна, финансовая политика которого и привела к гиперинфляции. Хавенштайн упорно отказывался прекратить эмиссию банкнот и не соглашался уйти в отставку, видимо, чтобы таким образом не признать свою вину за тяжёлое состояние немецкой финансовой системы.

Первоначально Шахт был сторонником проведения денежной реформы по традиционному принципу, основываясь на принципах золотого стандарта. Однако если до войны Германия обладала золотым запасом в 1 млрд марок (который и тогда не полностью покрывал находившуюся в обращении денежную массу, эквивалентную 1,5 млрд долларов), то к 1920-м годам золотой запас был не более 150 млн долларов, к тому же распоряжался им фон Хавенштайн, желавший любой ценой сохранить эти скудные золотые резервы центрального банка. Поэтому для решения проблемы гиперинфляции Я. Шахт разработал план выпуска новой денежной единицы – «рентной марки», обеспеченной не золотом, а земельной недвижимостью. Объём эмиссии рентных марок был строго ограничен – 2,4 млрд марок (600 млн долларов).

Обращение рентной марки началось 15 ноября 1923 г., и в Германии некоторое время параллельно существовали две денежные единицы. Когда 20 ноября курс рейхсмарки максимально упал до 4,2 трлн марок за 1 доллар, Шахт наконец объявил курс конвертации рейхсмарок в рентные марки – 1 трлн рейхсмарок за 1 рентную марку. Этот курс был символическим для многих в Германии – таким (4,2 марки за 1 доллар) он был до войны, в годы золотого стандарта. Финансовая система Германии быстро стабилизировалась, в январе 1924 г. был сбалансирован бюджет. Ялмар Шахт стал очень популярен и все называли его спасителем немецкой экономики.

Вскоре после этого Шахт оправился в Англию – через голландский *Niederlandische Bank* он получил информацию, что управляющий Банка Англии М. Норман положительно относится к возможной их встрече для обсуждения вопроса о предоставлении Германии кредита. Так как Норман хорошо понимал, что нерешённые финансовые проблемы Германии создают напряжённость во всей финансовой системе Европы, он хотел бы поддержать конструктивные начинания Шахта.

Планы Шахта после удачной стабилизации немецкой финансовой системы требовали дальнейшего финансирования, но репутация Германии была сильно подорвана гиперинфляцией и нерешёнными проблемами с репарациями. В замыслы Шахта входило

создание нового банка (Golddiskontbank) – филиала Рейхсбанка, для чего ему необходим был хотя бы небольшой валютный резерв порядка 25–50 млн долларов. В дальнейшем новый банк мог бы выйти на финансовый рынок Лондона для получения более крупных кредитов. По плану Шахта новый банк должен был вести операции в британских фунтах, в том числе выдавать в них валютные кредиты, и Нормана в этих планах привлекала идея укрепления позиций фунта в Германии.

«План Дауэса»

После стабилизации финансовой системы Германии комиссия по репарациям объявила о создании двух международных экспертных комитетов – по стабильности бюджета Германии и по проблеме оттока капиталов из страны. Американскую делегацию, прибывшую в Париж и участвовавшую в работе этих комитетов, возглавил Чарльз Дауэс, банкир из Чикаго, во время войны получивший военное звание генерала. Попытки снизить сумму репараций вызывали резкое сопротивление Франции. Но в январе 1924 г., вскоре после прибытия американской делегации для переговоров о репарациях, во Франции начался финансовый кризис. После подготовительной работы комитетов, 9 апреля 1924 г. наконец был оглашён план, получивший название «план Дауэса», в котором сознательно не указывалась ни общая сумма репараций, ни срок, а лишь определялся принцип и порядок выплат на ближайшие годы.

По сути, план предлагал финансовую помощь со стороны США (где не было проблемы со свободными капиталами) в виде целевых займов для восстановления промышленности, после чего доходы от роста промышленного производства должны были пойти на уплату репараций Англии и Франции, которые после этого смогли бы вернуть военные долги США. «План Дауэса» предполагал предоставление первоначального кредита на 200 млн долларов, что дало бы возможность Германии погасить задолженность по репарациям за первый год, провести рекапитализацию Рейхсбанка и создать золотые резервы.

В первый год сумма репараций должна была составлять 250 млн долларов, а затем, по мере восстановления немецкой экономики, постепенно повышалась, достигая к концу десятого года выplat 600 млн долларов. В таком случае общий объём репараций по ориентировочным оценкам снижался с 12 до 8–10 млрд долларов.

Согласно плану, немецкое правительство должно было вносить суммы выплат по репарациям на особый целевой депозитный счёт в Рейхсбанке. Счёт должен был контролировать генеральный агент по репарациям (представитель США), определявший, можно ли перечислять накопленные на счёте суммы получателю платежа без ущерба для курса марки и общего состояния финансовой системы Германии. В ином случае по решению генерального агента из накопленных средств могли предоставляться кредиты немецким компаниям.

Среди влиятельных финансистов, участвовавших в переговорах, были Монтегю Норман от Банка Англии и Томас Ламонт от J. P. Morgan & Co. Норман вначале скептически относился к работе комиссии Дауэса, но когда предложения конкретизировались и ключевым их пунктом стал международный заём Германии, Норман понял, что он, как один из участников этого займа, может оказать влияние на его условия. С американской стороны участниками займа, гарантированного государством, могли быть National City Bank; Kuhn, Loeb и J. P. Morgan. Наконец, 14 августа 1924 г. после долгих дебатов был принят окончательный вариант «плана Дауэса». Практически его разрабатывал сотрудник Дауэса и эксперт комиссии, Оуэн Янг (в Германии его фамилию произносили как Юнг), руководитель крупнейших американских корпораций – General Electric и Radio Corporation of America (RCA).

По замыслу О. Юнга, США предоставляли кредиты Германии, чтобы она выплачивала репарации союзникам, а союзники возвращали свои военные долги правительству США. Начался «великий круговорот бумаг» через Атлантику, как его назвал Кейнс, выгодный прежде всего для американских банков¹³²². Среди немецких финансистов многие (и прежде всего Шахт) критиковали этот план, так как сумма репараций оставалась слишком высокой. Как будто предвидя будущее Германии, Шахт заявил, что условия плана невозможно выполнить, а само его принятие является «роковой ошибкой», могущей привести к непредсказуемым последствиям¹³²³. Но в краткосрочной перспективе принятие «плана Дауэса» было конструктивным шагом – утомительные и бесплодные дискуссии о репарациях, длившиеся в финансовых и политических кругах уже пять лет, наконец завершились.

¹³²² Keynes J. M. The Progress of the Dawes Scheme / J. M. Keynes // Collected Writings. – Vol. XVIII. – L.: Macmillan, 1978. – P. 281.

¹³²³ Klein E. Road to Disaster / E. Klein. – L.: Allen and Unwin, 1940. – P. 248.

Германия смогла разместить запланированный Шахтом облигационный заём в Лондоне и Нью-Йорке. После успеха займа отношение к Германии как к заёмщику в США изменилось, и американские банки начали охотно предлагать займы, что на протяжении 1920-х годов обеспечило Германию финансовыми ресурсами. Чарльз Дауэс прославился, в сентябре 1924 г. он был избран вице-президентом США, а в 1925 г. был награждён Нобелевской премией мира.

Экономический подъём 1920-х годов

После принятия «плана Дауэса» в немецкой экономике начался быстрый подъём. Уровень безработицы снизился до 6%, объём промышленного производства вырос на 50%, экспорта – на 75%, а ВВП превысил довоенный уровень (12 млрд долларов) на 20%¹³²⁴. «План Дауэса» был особенно выгоден американским банкам, которым в первую очередь гарантировалось возвращение долгов; они охотно давали Германии кредиты, и поток иностранных инвестиций с 1925 по 1927 г. достиг 1,5 млрд долларов. Из них на репарационные выплаты необходимо было лишь 0,5 млрд, а остальное было направлено на рост экономики. Запланированный в 1926 г. дефицит бюджета был невелик и составлял всего 200 млн долларов (менее 1,5% ВВП, составлявшего около 14 млрд долларов). Германия наслаждалась экономическим подъёмом, одним из создателей которого все считали Ялмара Шахта.

Основная проблема в использовании иностранных инвестиций в Германии была в том, что они часто использовались нецелесообразно – нередко кредиты брали небольшие города для своего благоустройства, что после периода гиперинфляции и жёсткой экономии вполне можно было понять. Поэтому иллюзия процветания Германии была всего лишь иллюзией: иностранные капиталы, потраченные на потребление, а не на модернизацию промышленности, не давали возможности получить доход от этих инвестиций.

¹³²⁴ Начали возникать новые тресты и концерны (в 1920 г. «Стальной трест», представлявший собой полный комплекс из шахт и рудников, электростанций и машиностроительных заводов; в 1925 г. – химический трест «Фарбениндустри»). Но после длительного периода гиперинфляции внутренний немецкий рынок был очень узок, к 1929 г. промышленное производство выросло в сравнении с 1913 г. только лишь на 8%. Предприятия работали на 70% мощности, и в стране оставалось 4 млн безработных при населении около 60 млн человек.

В те годы мало кто задумывался о том, что иностранные кредиты придётся возвращать, но это хорошо понимал Шахт. Особенное беспокойство у него вызывал начинающийся спекулятивный бум на рынке ценных бумаг. В годы гиперинфляции акции почти полностью обесценились (минимальные цены на рынке были в 1922 г.), но с 1922 по 1927 г. капитализация немецкого рынка акций выросла в четыре раза – с 1,5 млрд долларов до 6 млрд¹³²⁵.

Шахт, обеспокоенный этим, 12 мая 1927 г. дал распоряжение всем немецким банкам сократить кредиты на приобретение ценных бумаг на 25%, после чего в «чёрную пятницу» 13 мая, как её назвали немецкие газеты, курсы акций снизились на 10%, а в следующие полгода – ещё на 20%. Многие критиковали эти действия Шахта, так как рост цен на акции в действительности не был чрезмерным и отражал общее настроение экономического подъёма, который, как оказалось, слишком осторожный Шахт пытался затормозить. Капитализация рынка акций также не была завышенной – 7 млрд долларов (менее 50% ВВП) – 60% довоенного уровня (около 11 млрд долларов при ВВП 12 млрд долларов). К тому же немецкие муниципалитеты, никак не связанные с рынком ценных бумаг, продолжали брать новые кредиты, направленные на потребление.

Поняв неэффективность своих действий, Шахт, будучи принципиальным противником самой идеи репараций, начал открыто препятствовать реализации «плана Дауэса», хотя именно на этом плане держалось экономическое благополучие и политическая стабильность Германии в те годы. Всё это обостряло отношения Шахта с правительством и подрывало его репутацию как руководителя Рейхсбанка.

При стабильном курсе немецкой валюты 4,2 марки за доллар Германии удалось избежать проблемы завышенных цен на товары, тормозивших экономический рост в Великобритании – немецкие товары были недороги и конкурентоспособны, а экспорт рос. Но восстановить золотой запас, которого Германия почти полностью лишилась в начале 1920-х, пока не удавалось.

С 1924 по 1928 г. Германия ежегодно получала около 600 млн долларов иностранных кредитов, всего более 3 млрд долларов (из которых 2 млрд – долгосрочные займы, а 1 млрд – краткосрочные).

¹³²⁵ Voth H. J. Did High Wages of High Interest Rates Bring Down Weimar Republic. Cointegration Model of Investment in Germany, 1925–1930 / H. J. Voth // *Journal of Economic History*. – 1995. – № 55. – P. 801–821; Voth H. J. With a Bang not a Whimper: Pricking Germany's Stock Market Bubble in 1927 and the Slide into Depression / H. J. Voth // *Journal of Economic History*. – 2005. – № 63. – P. 72.

Процентная ставка в Германии в эти годы удерживалась на уровне 7%. Но в 1928 г., во время быстрого роста американского рынка ценных бумаг, когда ставки по онкольным кредитам достигли 20% и более, американские банки внезапно утратили всякий интерес к кредитованию Германии. Все финансовые ресурсы привлекал растущий спекулятивный пузырь на американском рынке акций, куда было гораздо выгоднее вкладывать капиталы. Немецким банкам приходилось брать всё больше краткосрочных кредитов в Лондоне и особенно во французских банках. Можно было только поражаться «особому инстинкту французов», как иронично назвал его один из сотрудников британского министерства финансов, «инвестировать капиталы в страну-банкрота», намекая на потери Франции в России после революции 1917 г.¹³²⁶

«План Юнга» и спад в Германии

Бездумная трата иностранных инвестиций на потребление не осталась без последствий – в начале 1929 г. в Германии начался быстро прогрессирующий экономический спад, хотя, по «плану Дауэса», к этому времени страна должна была восстановить свою экономику и выплачивать репарации в полном объёме, по 625 млн долларов в год. Шахта, принципиального противника репараций, стала привлекать опасная идея выждать, пока в Германии настанет всеобщий экономический крах вместе с международным кризисом неплатежей (в то время о нём часто говорили). Тогда ряд государств объявят дефолт по долгам, и все военные долги могут быть отменены или реструктуризированы. Трудно сказать, что заставляло Шахта верить в реальность такой возможности. Но Парижская конференция в феврале 1929 г. полностью подорвала эту веру. На конференции было официально объявлено, что Германия в течение 37 лет должна ежегодно платить по 525 млн долларов, а потом 21 год – по 400 млн долларов. Для Шахта это был шок, он стал выдвигать ультимативные условия, связанные с возвращением Германии её колоний (на что он, как руководитель центрального банка, не имел никаких полномочий), и конференция была на грани срыва.

В ответ на это французские вкладчики начали массово изымать вклады из немецких банков (в которых таких вкладов было на

¹³²⁶ McNeil W. American Money and the Weimar Republic: Economics and Politics on the Eve of the Great Depression / W. McNeil. – N. Y.: Columbia University Press, 1986. – P. 228.

200 млн долларов), и в течение следующих дней утечка золота из Германии достигла 100 млн долларов. Рейхсбанку пришлось поднять ставку до 7,5%, хотя в стране после прекращения поступления инвестиций уже и так началась глубокая рецессия, а безработица достигла 2 млн человек. В таких условиях повышение ставки было совершенно нежелательным.

В ответ на изъятие вкладов Шахт заявил, что в таком случае он использует предусмотренную «планом Дауэса» возможность и объявит дефолт по всем репарационным выплатам и по другим долгам Германии. Долги эти к тому моменту достигали около 1,5 млрд долларов американским банкам, 0,5 млрд – британским и 200–300 млн – французским. Объявление Германией дефолта по долгам вызвало бы мировой финансовый кризис, и Банк Франции приостановил выведение из Германии французских капиталов.

Немецкое правительство подвергло критике авантюру Шахта, угрожавшую срывом конференции в Париже, и потребовало от него продолжить переговоры на основе предложения союзников. В итоге было достигнуто соглашение, получившее название «план Юнга». В течение 36 лет репарации должны были выплачиваться в размере около 500 млн долларов, затем 22 года – по 375 млн. Для контроля за репарационными выплатами было решено, что центральные банки основных европейских стран учреждают Банк международных расчётов (Bank of International Settlements, BIS), и он должен был секьюритизировать будущие репарационные выплаты, выпуская на соответствующие суммы облигации¹³²⁷. В Германии многие выступали против Шахта, возмущённые условиями подписанного договора и принятого им «плана Юнга», а сам Шахт пессимистично заявлял, что финансовый кризис в Германии пока отсрочен, но он неизбежно наступит через два-три года¹³²⁸.

К началу 1931 г. ситуация в Германии ещё больше ухудшилась – в стране было 4,7 млн безработных (25% всей рабочей силы), ещё 2 млн работали неполный день (в США было 2 млн безработных). Рост безработицы вёл к увеличению государственных расходов на пособия по безработице, и это ещё больше углубляло

¹³²⁷ James H. The End of Globalization. Lesson from the Great Depression / H. James. – Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 2002. – P. 40–41; Kindleberger C. The World in Depression, 1929–1939 / C. Kindleberger. – Berkeley: University of California Press, 1986. – P. 65–69.

¹³²⁸ Schacht H. My First Seventy-six Years: Autobiography / H. Schacht. – London: Wingate, 1955. – P. 247; Kopfer C. Hjalmar Schacht: Aufstieg und Fall von Hitlers mächtigstem Bankier / C. Kopfer. – Munich-Berlin: Hanser, 2006. – P. 157.

дефицит бюджета. Я. Шахт, ещё в 1928 г. выступавший против наращивания государственного долга, окончательно убедился, что правительство социалистов не может эффективно управлять экономикой и реальной становится угроза государственного банкротства. Поэтому 7 марта 1930 г. Шахт решил подать в отставку – он понимал, что Германия движется к финансовому краху, связанному с кризисом внешнего долга, и хотел своевременно уйти со сцены. В сущности, ничего конструктивного, кроме ограничения государственных расходов, Шахт предложить и не мог, а его бесконечные рассуждения о том, что Германия не может платить репарации, были всего лишь эмоциями, далёкими от политических реалий начала 1930-х годов.

В конце марта 1930 г. новым канцлером Германии стал Генрих Брюнинг, а на выборах второй по численности фракцией в Рейхстаге стала партия Гитлера – Национал-социалистическая немецкая рабочая партия (Nationalsozialistische Deutsche Arbeiterpartei, NSDAP). На финансовых рынках это известие вызвало понятное беспокойство и отток капитала: из Германии было за короткое время выведено 380 млн долларов (около половины всех резервов), и Рейхсбанк поднял сниженную с началом спада ставку до 5% (в 1930 г. в Нью-Йорке и Париже она составляла 2%, в Лондоне – 3%).

После этого безработица в Германии начала расти ещё быстрее, как и общий дефицит бюджета. Канцлер Брюнинг ограничил выплату пособий по безработице, на 20% сократил жалование правительственных чиновников и повысил подоходный налог, всячески давая понять, что немецкая экономика находится в таком плохом состоянии, что Германия не может выплачивать репарации. Эти меры действительно позволили сократить дефицит бюджета в Германии с 200 до 100 млн долларов (менее 1% ВВП). В США дефицит бюджета достигал в 1931 г. 2 млрд долларов – 4% ВВП (в 1929 г. – 1 млрд), в Великобритании 600 млн долларов – 2,5% ВВП.

Тем временем Шахт отправился как частное лицо в путешествие по нескольким странам Европы, а в сентябре 1930 г. прибыл в США, где объехал около 20 городов, выступая с лекциями и привлекая всеобщее внимание. Общей темой его выступлений было положение Германии и невозможность выплаты репараций. По словам Шахта, Германия с ВВП 16 млрд долларов и экспортом 3 млрд долларов и внешним долгом, достигшим 6 млрд долларов, не в состоянии выплачивать по 0,5 млрд долларов в год Англии и Франции. По его словам, именно «репарации являются причиной

общемировой депрессии»¹³²⁹. Когда его спрашивали о Гитлере, он отвечал, что если немецкий народ будет голодать, то появятся ещё больше таких лидеров, как Гитлер¹³³⁰. Вскоре, в начале 1931 г., началось сближение Шахта с нацистами, которым симпатизировала его супруга, оказывая финансовую поддержку и появляясь на светских приёмах с брошью в форме свастики из рубинов и бриллиантов¹³³¹.

Крах венского банка Creditanstalt

Май 1931 г. был отмечен банкротством старейшего и крупнейшего австрийского банка Creditanstalt, и этот крах оказал значительное влияние на финансовую систему Германии. Банк был основан ещё в 1855 г. Ротшильдами, председателем совета директоров был Луи де Ротшильд, в состав совета входили Банк Англии, Guaranty Trust Company of New York, и гамбургский банк М. М. Warburg and Co¹³³². Весной 1931 г. у банка с активами 250 млн долларов (50% всех депозитов Австрии) начались проблемы и 8 мая банк сообщил об убытках за 1930 г. в 20 млн долларов и утрате вследствие этого большей части акционерного капитала. После этого 15 мая правительство Австрии сообщило, что Bank of International Settlements (BIS) выделил кредит 15 млн долларов для помощи венскому банку.

Австрия была небольшим государством с ВВП в 1,5 млрд долларов, но крах крупнейшего банка, многими нитями связанного с мировой финансовой системой, вызвал у финансистов шок. В активах банка было немало иностранных капиталов (75 млн долларов) и крах банка означал их утрату. Дестабилизация банка Creditanstalt началась после того, как в 1929 г. он по рекомендации Австрийского национального банка поглотил проблемный банк

¹³²⁹ Schacht Blames reparations for World Slump: Holds Moratorium for Germany Inevitable // The New York Times. – 1930. – Nov. 22.

¹³³⁰ Schacht Here, Seems warning in Fascism // The New York Times. – 1930. – Oct. 3.

¹³³¹ Fromm B. Blood and Banquets: A Berlin Social Diary / B. Fromm. – N. Y.: Harper & Brothers, 1942. – P. 29.

¹³³² Макс Варбург – один из крупнейших банкиров Гамбурга, бывшего наиболее важным после Берлина и Франкфурта финансовым центром Германии (Ferguson N. Paper & Iron. Hamburg Business and German Politics in the Era of Inflation, 1897–1927 / N. Ferguson. – L.: Cambridge University Press, 1995. – P. 43–47). Подробнее о Варбургах в 1920-е и 1930-е годы – Ferguson N. High Financier. The Lives and Time of Siegmund Warburg / N. Ferguson. – N. Y.: Penguin Press, 2010. – P. 12–17, 28–50.

Bodencreditanstalt. Уже после поглощения выяснился огромный масштаб убытков этого банка, в последнее время поддерживавшего лишь постоянными кредитами Австрийского национального банка, переводившимися (чтобы скрыть реальное положение дел) через британскую банковскую систему.

К 1931 г. убытки Creditanstalt достигли 150 млн долларов, и кредит 15 млн уже не мог спасти банк. Началось массовое изъятие вкладов (за несколько дней – 50 млн долларов), после чего Австрийский национальный банк стал проводить финансовые вливания, также достигшие 50 млн долларов, но и это не спасло положение, а лишь увеличило объём денежной массы в обращении на 20%.

Крах крупнейшего банка Австрии мог стать толчком к началу международного финансового кризиса, и руководивший Банком Англии М. Норман решил организовать международный консорциум для спасения венского банка. Но создание консорциума шло слишком медленно, и через три недели, когда он наконец был организован и удалось собрать 15 млн долларов дополнительной помощи, уже было поздно. Дефолт Creditanstalt дестабилизировал всю финансовую систему Австрии и Национальный банк утратил часть золотого запаса (40 из 110 млн долларов)¹³³³. К концу мая австрийский кризис распространился на финансовые системы соседних стран – Польши, Чехословакии, Румынии, Венгрии.

Германия на грани кризиса: 1930–1933 гг.

Проблемы на финансовых рынках дополнялись политической напряжённостью, вызванной объявленными в марте 1930 г. планами создания таможенного союза Германии и Австрии, что воспринималось многими как шаг к поглощению Австрии Германией. Обстановка в Вене накалилась до предела 16 июня, когда Франция в ультимативной форме предложила заём Австрии в обмен на отказ от таможенного союза с Германией.

Положение в банковской сфере Вены вызывало беспокойство и в США – венский кризис мог быстро распространиться и на немецкие банки, где уже начался отток золота, и тогда Германия могла бы потребовать отсрочки по репарационным выплатам. А так как Германии были предоставлены краткосрочные американ-

¹³³³ Schubert A. The Credit-Anstalt Crisis of 1931 / A. Schubert. – L.: Cambridge University Press, 1991. – P. 31–44.

ские кредиты на сумму почти в миллиард долларов (при общей сумме всех иностранных кредитов 3,5 млрд долларов), это могло создать серьезные проблемы у ряда американских банков¹³³⁴.

Тем временем золото продолжало утекать из Германии (только в июне его было выведено на 350 млн долларов – почти половина золотого запаса). Наконец 20 июня был официально объявлен план президента США Г. Гувера, предлагавшего ввести годичный мораторий на уплату военных долгов европейских стран на 245 млн долларов при условии, что будут отсрочены репарационные выплаты Германии на сумму 385 млн долларов. После объявления плана 22 июня немецкий рынок ценных бумаг поднялся на 25%, но это было лишь недолгое оживление.

Не успели завершиться эти переговоры, когда из Берлина 8 июля поступило сообщение о дефолте Danatbank, одного из крупнейших банков, в котором когда-то начинал свой путь Ялмар Шахт. Новый президент Рейхсбанка Ганс Лютер 10 июля обратился в Банк Англии с просьбой о предоставлении кредита 1 млрд долларов. Рейхсбанк лишился почти половины золотых запасов, и если бы он стал спасать Danatbank, то резервы были бы полностью израсходованы. Однако во время переговоров в Лондоне М. Норман при всей его симпатии к Германии отказал Г. Лютеру, так как понял, что финансовая помощь Германии уже не имеет смысла. Ухудшение положения её финансовой системы стало необратимым, и любой кредит, сколь бы большим он ни был, стал бы лишь временной отсрочкой.

ВВП Германии составлял 13 млрд долларов, но имел устойчивую тенденцию к снижению; долги по репарациям составляли 9 млрд долларов, к ним добавлялись долги иностранным кредиторам – 6 млрд долларов (из которых краткосрочных было на 3,5 млрд). Утечка капиталов за последний год достигла 500 млн долларов, золотого запаса осталось не более чем на 250 млн долларов и перспектив улучшения положения не было. Норман посоветовал Лютеру обратиться в Банк Франции, обладавший в то время наибольшими свободными капиталами.

После переговоров в Париже 10 июля правительство Франции согласилось на кредит в размере 300 млн долларов, но поставило политические условия (отказ от таможенного союза с Австрией, запрещение националистических организаций и т. п.), обсуждать

¹³³⁴ Lamont E. M. The ambassador from Wall Street: the story of Thomas W. Lamont, J. P. Morgan's chief executive: a biography / E. M. Lamont. – N. Y.: Madison Books, 1994. – P. 295–296.

которые Лютер, как глава Рейхсбанка, не имел полномочий. Немецкое правительство решило отклонить французское предложение, так как Франция не хотела пересматривать условия предоставления займа из-за вполне понятных политических амбиций, а принятие этих условий означало для Германии непредсказуемые события, и даже возможность переворота, то ли со стороны коммунистов, то ли нацистов¹³³⁵.

Ситуация в Германии вызывала беспокойство в США. Там понимали, что если Германии не будет предоставлен кредит, она может объявить государственное банкротство и, соответственно, дефолт по всем долгам, в первую очередь по иностранным краткосрочным кредитам в сумме 3,5 млрд долларов, из которых более 1 млрд были американскими. После совещания в Федеральном резервном банке Нью-Йорка (в нём участвовали Оуэн Юнг и Паркер Джильберт, бывший генеральный агент по репарациям) было принято решение, что дальнейшие кредиты не имеют смысла – США и так вложили большие капиталы в Германию.

Все эти дискуссии совпали с выходом английского издания книги Я. Шахта «Конец репараций» (*The End of Reparations*)¹³³⁶, в которой он не только развивал свою излюбленную тему о необходимости отмены репараций, но и высказывался против капитализма как такового, что вызвало недоумение у многих. Вероятно, под влиянием идей национал-социализма и Гитлера Шахт заявил, что «капитализм, не могущий прокормить рабочих всего мира, не имеет права на существование»¹³³⁷. У многих такие высказывания Я. Шахта, известного финансиста, вызвали недоумение, а о его симпатиях к национал-социализму тогда ещё мало кто знал.

Тем временем 13 июля 1931 г. Danatbank объявил о банкротстве и об убытках в 240 млн долларов (40% всех депозитов). Крах банка вызвал банковскую панику не только по всей стране (в Германии банки были закрыты на две недели), но и в Европе (особенно сильной была дестабилизация банковской системы в Венгрии, Румынии, Польше, Латвии).

После того как весной и летом 1931 г. в Центральной Европе обанкротилось несколько крупнейших немецких и австрийских банков (в том числе венский *Creditanstalt* и немецкий *Danatbank*),

¹³³⁵ Bennet E. *Germany And The Diplomacy Of The Financial Crisis, 1931* / E. Bennet. – Cambridge (Massachusetts): Harvard University Press, 1962. – P. 236.

¹³³⁶ Schacht H. *The end of reparations* / H. Schacht. – N. Y.: J. Cape & H. Smith, 1931. – 248 p.

¹³³⁷ Schacht Arraigns Capitalist Greed // *The New York Times*. – 1931. – July 11.

правительства европейских стран прибегли к таким мерам, как выкуп в собственность государства большей части акций кредитно-финансовых организаций, оказавшихся в критическом положении. Эти меры, а также государственный контроль над валютой и, при необходимости, временное закрытие банков смогли предотвратить дестабилизацию всей кредитной системы. Так в Центральной Европе начался новый период усиления государственного влияния в экономике и сфере финансов.

Чтобы приостановить отток капиталов, учётная ставка в Германии была повышена до 15%. К началу 1932 г. промышленное производство в Германии сократилось на 20% и без работы остались 6 млн человек – около 30% всей рабочей силы. На улицах Берлина было малоллюдно и повсюду чувствовалась напряжённость, напоминавшая настроения перед началом Первой мировой войны. «Случайный путешественник мог бы не заметить никаких изменений в повседневной жизни столицы... и трудно было понять, как страна оказалась в таком финансовом тупике... Но никаких признаков путча не видно... Американские туристы, на прошлой неделе приехавшие в Берлин из других частей Германии, были впечатлены общей дисциплиной и порядком»¹³³⁸. Однако Германия снова была на грани экономического кризиса, и всё чаще вспоминалось имя Шахта, однажды уже спасшего немецкую экономику в период гиперинфляции. И Шахт действительно появился на публике, но – неожиданно для многих – уже как сторонник Гитлера. В октябре 1931 г. Шахт выступил на нацистском митинге в городке Бад-Гарцбург, объявив немецкое правительство банкротом и требуя прекратить выплаты всех долгов. «В окружении старых имперских флагов, марширующих в стальных шлемах фашистов, и речей Адольфа Гитлера вместе с Альфредом Гугенбергом, националистических лидеров Германии... Шахт выступил с критикой Рейхсбанка, требуя отказа от выплаты долгов»¹³³⁹.

С начала 1930-х годов в Германии отмечалась волна антисемитизма (подобно тому, как это было когда-то после «грюндерского краха» в 1873 г., когда кризис и последовавший за ним экономический спад связывали с «международным заговором банкиров»)¹³⁴⁰. Эти настроения, столь характерные для Германии, были

¹³³⁸ Berliners Calm in Money Crisis // The New York Times. – 1931. – July 17.

¹³³⁹ Hitler Unites Ranks of the Old Germany to War on Brüning // The New York Times. – 1931. – October 12.

¹³⁴⁰ Ferguson N. High Financier. The Lives and Time of Siegmund Warburg / N. Ferguson. – N. Y.: Penguin Press, 2010. – P. 12–13.

умело использованы партией Гитлера, чтобы ускорить свой приход к власти.

Немецкие банкиры того времени действительно были весьма влиятельной социальной группой, вовлечённой в игры Weltpolitik – мировой политики. Насколько они представляли собой самодостаточную и независимую финансовую элиту, как это было в лондонском Сити? В Лондоне финансовая элита, связанная с родовой аристократией, мало участвовала в развитии британской промышленности – колониальная экспансия давала большую прибыль. В Германии первоначально финансовая элита – Geldaristokratie – была связана с родовой аристократией, особенно в Берлине. Но после грюндерского краха и скандалов, связанных с железнодорожными аферами Струсберга, само слово «банкир» стало вызывать негативные ассоциации. После этого в Германии банкиры всё больше отождествляли себя с состоятельной частью Mittelstand (среднего класса), усвоившей аристократический стиль жизни. Но к концу XIX в. финансовая элита благодаря личным и семейным связям всё больше стала снова сближаться с немецкой родовой аристократией, в этом отношении мало чем отличаясь от британских финансистов. Что же касается колониальных интересов немецкой финансовой элиты, то (хотя Германия по количеству колоний значительно отставала от Великобритании) по мере роста экспорта капиталов расширялась и глобальная сфера интересов немецких банкиров. Ещё перед Первой мировой войной Вильгельм Регенданц продвигал немецкое финансовое влияние в Марокко. В 1920-е годы Франц Урбиг из банка Disconto Gesellschaft расширял сферу интересов немецкого капитала на Дальнем Востоке; Артур фон Гвиннер из Deutsche Bank вкладывал капиталы в турецкие железные дороги; Эмиль Георг фон Стаусс из Deutsche Bank занимался инвестициями на Балканах и в Румынии; Пауль Миллингтон-Херрманн вкладывал капиталы немецких банков в Чили, а Генри Натан из Dresdner Bank расширял в Латинской Америке влияние Deutsch-Sudamerikanische Bank.

В отличие от финансовой элиты лондонского Сити, не очень интересовавшейся инвестированием капиталов в развитие британской промышленности, немецкие банки с начала XX в. оказались тесно связанными с крупными промышленными концернами Круппа и др. Так сформировалась особая немецкая модель финансового рынка, в которой интересы промышленного и финансового капитала часто невозможно было разделить. Немецкая финансовая элита всё больше вовлекалась в политику, и с конца 1920-х годов

это стало поводом для многочисленных разговоров о том, что банкиры определяют политику Германии, а так как среди немецких банкиров того времени было много евреев, то постоянно обсуждалась тема о «заговоре еврейских банкиров», продающих национальные интересы Германии. И хотя тема заговора банкиров временами возникала и в других странах, в том числе в Великобритании и во Франции, в Германии на волне усиления антисемитизма она стала особенно популярной. А когда серия банковских кризисов в начале 1930-х годов прокатилась среди немецких банков, тема заговора приобрела маниакальный характер, играя на руку национал-социалистам во главе с Гитлером, обещавшим положить конец «проискам еврейских банкиров»¹³⁴¹.

Слова «немецкий банкир конца 1920-х годов» обычно вызывают двоякие ассоциации. С одной стороны, представлялся изысканный аристократ, вероятнее всего прусский, с приставкой «фон» в фамилии. С другой стороны, многие немецкие банкиры того времени действительно были евреями, так или иначе ущемляемыми прусской аристократией (по данным 1895 г., евреями было 37% всех банкиров, как в частных, так и в акционерных банках). Но, как бы там ни было, именно немецкая финансовая элита в конце XIX в. сделала Германию одной из наиболее динамично развивающихся экономических систем. В 1913 г., перед войной, из 500 богатейших немецких предпринимателей банкиры составляли 27% (50% – промышленники, 14% – владельцы торгового бизнеса, 9% занималось другими видами деятельности). В это время в Германии было 1200 частных банкиров, к 1933 г. их количество сократилось до 700. Всего же предпринимателей, работавших в сфере финансовых услуг, по данным официальной статистики 1907 г., было 4078 (директоры и топ-менеджеры банков, кредитные брокеры различного уровня и др.). Для сравнения, мелких предпринимателей в промышленности было 93 700, средних и крупных – 40 500. Всего в сервисном секторе (включая финансовые услуги, торговлю, транспортные услуги, отельный и ресторанный бизнес) работало 42 500 предпринимателей, из них 7200 среднего и крупного уровня¹³⁴².

¹³⁴¹ Daunton M. J. *Finance and Politics: Comments* / M. J. Daunton // *Finance and Financiers in European History, 1880–1960* / Ed. by Youssef Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 1992. – P. 284–285.

¹³⁴² Augustine D. L. *The Banker in German Society* / D. L. Augustine // *Finance and Financiers in European History, 1880–1960* / Ed. by Youssef Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 1992. – P. 162–163.

В мае в 1932 г. Брюнинг оставил пост канцлера и на смену ему пришёл Ф. фон Папен. Падение немецкой экономики продолжалось, и в июне Франция и Англия признали, что при нынешнем экономическом положении Германия не способна выплачивать репарации. В общей сложности союзники получили 4 млрд долларов репарационных выплат вместо изначально заявленных требований на 32 млрд, затем сниженных до 12 млрд. Ранее, в июне 1931 г. президент США Гувер с целью ослабления напряжённости в мировой финансовой системе предлагал мораторий на год на все межправительственные долги (в том числе и на германские репарации), что вызвало сильное сопротивление во Франции. Но экономике Германии это уже не могло помочь – спад стал необратимым.

В августе 1932 г. на выборах большинство голосов получила партия Гитлера. Все понимали, что приход Гитлера на пост канцлера – вопрос только времени, и действительно в январе 1933 г. президент Гинденбург назначил Гитлера канцлером Германии. К моменту прихода к власти Гитлера и национал-социалистов состояние германского финансового рынка и рынка ценных бумаг трудно было назвать благоприятным. Спекулируя на этом, нацисты продолжали широко использовать тему «заговора еврейских банкиров», раздувая волну антисемитизма и обещая быстро навести порядок¹³⁴³.

В марте 1933 г. Я. Шахт, открыто поддерживавший Гитлера в своих публичных выступлениях, снова стал президентом Рейхсбанка. А в августе 1934 г. Шахт был назначен на пост рейхсминистра экономики. Гитлер и его ближайшие сподвижники мало интересовались экономическими и финансовыми вопросами, и сотрудничество с ними Шахта, фигуры в финансовых кругах известной, было на руку нацистам. Перед Шахтом было поставлено две основные задачи – ликвидация безработицы и поиск денег на перевооружение армии. Шахту удалось удачно реструктуризировать внешние долги Германии, а благодаря программе общественных работ по постройке дорог, финансируемой Рейхсбанком, безработица сократилась за четыре года с 6 млн человек конце 1932 г. до 1,5 млн в 1936 г. Объём промышленного производства вырос на 100% (преимущественно за счёт военной промышленности). Однако сохранение золотого стандарта для Шахта, опасавшегося ин-

¹³⁴³ Подробнее см.: Hof P. Kurswechsel an der Börse Kapitalmarktpolitik unter Hitler und Mussolini. Wertpapierhandel im deutschen Nationalsozialismus (1933–1945) und im italienischen Faschismus (1922–1945) / P. Hof. – München: Martin Meidenbauer Verlagsbuchhandlung, 2008. – S. 41–50, 102–111.

фляции, было вопросом принципа, что сделало немецкие товары неконкурентоспособными на мировых рынках. Вследствие этого, как и общей политики нацистов, направленной на подготовку к войне, экономическая система Германии 1930-х годов оказалась в изоляции, поддерживая связи лишь с балканскими странами и с государствами Южной Америки¹³⁴⁴.

Авторитарный режим национал-социализма был ориентирован на полный государственный контроль над экономикой и централизованное управление на основании государственного планирования (в 1933 г. был принят первый четырёхлетний план развития экономики, в 1936 г. – второй, в 1940 г. – третий). Нацистская пропаганда утверждала, что тоталитарная плановая экономика Третьего рейха работает, что она более чем эффективна, и вскоре каждый из трудолюбивых немцев будет ездить на собственном «Фольксвагене» за 990 марок. В действительности эффективность немецкой экономики была весьма условной и «Фольксвагены» достались весьма немногим. А финансовая система Германии была окончательно подчинена нуждам войны.

К 1934 г. тенденция всё большего вмешательства государства в финансовую систему и рынок ценных бумаг уже была очевидной. Однако экономическая система Третьего рейха при всей её плановости оставалась рыночной (по крайней мере формально), не отказываясь от бирж и рынка ценных бумаг. К началу 1934 г. в Германии операции с ценными бумагами проводились на биржах Берлина (где котиrowалось 666 наименований акций), Франкфурта (247 наименований), Дрездена (151), Мюнхена (132), Гамбурга (113), Кёльна (96), Ганновера (94).

Для финансирования промышленности широко использовались векселя Metallургического научно-исследовательского общества (Metallurgische Forschungsgesellschaft, MEFO) – фиктивной компании с ограниченной ответственностью, созданной по инициативе Я. Шахта в 1934 г. с целью финансировать военную промышленность и не занимавшейся никакой деятельностью, кроме операций с векселями (21 мая 1935 г. Шахт был назначен генеральным уполномоченным по вопросам военной экономики). Про-

¹³⁴⁴ К концу 1930-х годов Я. Шахт стал отдаляться от нацистов. Из-за ускоренного перевооружения в стране нарастал дефицит финансовых ресурсов, и Шахт всячески пытался убедить Гитлера снизить темпы развития военной промышленности, так как этого могла не выдержать немецкая экономика. Но это привело лишь к тому, что в ноябре 1937 г. Шахт был смещён с поста министра экономики, а в 1939 г. – и с поста президента Рейхсбанка, оставшись почётным министром без портфеля.

блема состояла не только в том, чтобы найти капиталы для перевооружения – необходимо было хотя бы на время скрыть масштабы подготовки к войне, так как по условиям Версальского договора Германия не имела права заниматься перевооружением.

Военные компании, заключившие контракты на выполнение государственных заказов, получали в качестве оплаты векселя MEFO. В общей сложности к 1938 г. было выпущено таких векселей на 12 млрд рейхсмарок (государственных облигаций к 1939 г. было выпущено на 19 млрд рейхсмарок), но действительный объём выпуска векселей держался в тайне и мог быть ещё большим. Векселя MEFO гарантировались государством – их обязан был принимать Рейхсбанк, и риск был в том, что в случае предъявления этих векселей к оплате в Рейхсбанке начался бы финансовый кризис. Замысел Шахта был в том, что в гарантированные государством векселя будут вкладывать свободные капиталы крупные промышленники, такие как Крупп, и этот расчёт оправдался – в Рейхсбанк не попадало и половины выпущенных векселей. Векселями MEFO Германия расплачивалась и с предприятиями в других странах Европы, выполнявшими военные заказы. Оплата этих векселей гарантировалась государством, но не ранее 1942 г. Шахт рассчитывал на то, что к этому времени начнётся война, будет захвачен ряд европейских стран и вопрос об оплате векселей отпадёт сам собой. С 1 апреля 1938 г. выпуск векселей MEFO был прекращён: программа перевооружения закончилась и скрывать военные расходы уже не было необходимости. Так использование векселей MEFO позволило не только преодолеть дефицит бюджета, но и финансировать крупные проекты в военной промышленности¹³⁴⁵.

Для финансирования военной промышленности использовались не только векселя MEFO, но и внутренние займы. Общий объём эмиссии ценных бумаг с 1934 г. устойчиво возростал. В 1913

¹³⁴⁵ Общие расходы на военную промышленность в 1934–1939 гг. в Германии составили 60 млрд марок (из общих расходов бюджета – 101,5 млрд марок). Поступления от налогов дали за эти годы 62,2 млрд марок, из которых 41,5 млрд были направлены на финансирование гражданского сектора, и только 20 – на военную промышленность; ещё 20 млрд из военных расходов были покрыты доходами от железных дорог и т. п. Чтобы найти недостающие капиталы для финансирования военных расходов, Шахт учредил фиктивное общество MEFO с уставным капиталом 1 млн марок. Среди акционеров были крупные военно-промышленные компании Круппа, Сименса и др. Деятельность частной компании MEFO не учитывалась в официальной государственной статистике, что давало возможность скрывать реальные размеры расходов в военной промышленности (Нюрнбергский процесс. В 8 т. Т. 2. – М.: Политиздат, 1988. – С. 250–260).

г. было выпущено бумаг на 2351 млн марок (акций – на 416 млн), в 1924 г. – на 588 (акций – на 148). Во время бума инвестиций в 1927 г. объём эмиссии достиг рекордного показателя – 4279 млн марок (акций – на 1438 млн марок, что было абсолютным максимумом для всего периода 1920-х и 1930-х годов). В 1932 г., накануне прихода к власти нацистов эмиссия сократилась до 974 млн марок (акций – на 150, почти как в 1924 г.). С 1933 г., когда экономика была переориентирована на плановое развитие и на возрождение военной промышленности, эмиссии быстро выросли до 1545 млн марок (хотя акций было выпущено всего 91 наименование – рекордно низкое количество). С 1934 г. эмиссия ценных бумаг (и в частности акций) устойчиво росла: в 1934 г. – 1015 млн марок (акций – 143 млн), в 1935 г. – 2811 млн (156 млн), в 1936 г. – 3990 млн (395 млн), в 1937 г. – 4628 млн (333 млн). В этом не было ничего странного – промышленность была загружена военными заказами, которые необходимо было финансировать, в том числе за счёт выпуска внутренних облигационных 4,5% займов. В 1935 г. был выпущен один внутренний облигационный заём на 500 млн марок; в 1936 г. – два займа по 487 и 525 млн марок; в 1937 г. – три займа по 625, 700, 750 млн марок; в 1938 г. – четыре займа по 1250, 1425, 1374, 1500 млн марок. Займы распределялись, как обычно, среди различных групп инвесторов, но если в 1935–1936 гг. среди них преобладали основные промышленные предприятия, то с 1937 г. крупные пакеты облигаций этих займов оседали преимущественно в банках и других кредитно-финансовых институтах, которые таким образом финансировали экономику Третьего рейха¹³⁴⁶.

Во время Второй мировой войны началась экспансия немецких банков в странах Европы. Благодаря такой банковской политике промышленные предприятия в Юго-Восточной Европе и в Польше всё больше переходили в собственность немецких промышленных концернов¹³⁴⁷, но эта экспансия закончилась после перелома в ходе войны.

¹³⁴⁶ Hof P. Kurswechsel an der Börse Kapitalmarktpolitik unter Hitler und Mussolini. Wertpapierhandel im deutschen Nationalsozialismus (1933–1945) und im italienischen Faschismus (1922–1945) / P. Hof. – München: Martin Meidenbauer Verlagsbuchhandlung, 2008. – S. 133, 254.

¹³⁴⁷ Deutsche Bank планомерно выкупал акции французских нефтедобывающих компаний, дунайских пароходных компаний и региональных банков из французского, британского и бельгийского владения. Подобным образом действовали и другие крупнейшие немецкие банки, связанные с промышленными корпорациями.

Великобритания: от Pax Britannica до «стерлингового блока»

Послевоенный спад

Накануне Первой мировой войны, когда приближение *fin de siècle* (конца эпохи) становилось всё более неотвратимым, Лондон оставался финансовой столицей мира, несмотря на рост экспорта капитала из Франции и стремительное развитие финансовой инфраструктуры в Германии. Лидерство Лондона сохранялось и в экспорте капиталов: в августе 1914 г. перед началом войны британские иностранные инвестиции достигали 4 млрд фунтов.

С началом Первой мировой войны Лондонская биржа впервые с момента её основания была закрыта 31 июля 1914 г. Особой паники это не вызвало, но коммерческие банки начали изымать своё золото со счетов в Банке Англии. По мере того как обстановка в Европе накалялась, а Германия объявила всеобщую мобилизацию, золотые резервы Банка Англии сократились с 29 июля по 1 августа 1914 г. со 130 до 50 млн долларов. В ответ на это 1 августа учётная ставка была повышена до небывало высокого уровня – 10%.

Во время Первой мировой войны в Великобритании усилилась концентрация банков, чтобы так противостоять обострению конкуренции на рынке капиталов. Одиннадцать крупнейших британских банков объединились в «большую пятёрку», и к 1923 г. 83% финансовых операций были сосредоточены в пяти крупнейших банках – Barclays, Midland, Westminster, Lloyds, National Provincial.

Большинство лондонских финансистов считали, что война будет недолгой. Дж. Кейнс заявлял, что она будет продолжаться не более года, так как за этот срок все ликвидные активы Европы исчерпаются¹³⁴⁸. В британских финансовых кругах многие продолжали закрывать глаза на реальное положение дел, пребывая в иллюзии, что после недолгого конфликта существовавшие до войны мировые финансовые связи быстро восстановятся. Однако основа довоенной мировой финансовой системы – золотой стандарт – был отменён в Германии и во Франции уже в августе 1914 г. В Англии золотой стандарт сохранялся – британские граждане могли обме-

¹³⁴⁸ Ferguson N. *The Pity of War* / N. Ferguson. – L.: Penguin Press, 1998. – P. 319; Bell C. *Old Friends. Personal Recollections* / C. Bell. – N. Y.: Harcourt Brace, 1957. – P. 45.

нять банкноты на золото, а до мая 1917 г. даже имели право вывозить золото из страны, но в дальнейшем всё это создало лишь проблемы для финансовой системы.

Хотя Великобритания была среди победителей в Первой мировой войне, а её основной экономический конкурент – Германия – потерпела поражение, война значительно ухудшила состояние английской экономики: 70% торгового флота было потоплено немецкими подводными лодками, и связи с колониями нарушились. Несмотря на то, что после окончания войны в Англию поступала значительная часть немецких репараций, её государственный долг вырос за время войны с 0,7 до 8 млрд фунтов (38,4 млрд долларов по курсам валют 1913 г.).

За четыре года войны британское правительство потратило на её финансирование 43 млрд долларов, из них 11 млрд на кредиты своим европейским союзникам (в основном Франции и России); 9 млрд из 43 были получены после введения дополнительных налогов, а 27 млрд – от долгосрочных займов, как внутренних, так и внешних, размещённых в США. Остальные 7 млрд были кредитами, выделенными Банком Англии. За годы войны денежная масса в Великобритании увеличилась в два раза, соответственно выросли и все цены¹³⁴⁹.

После окончания войны в английской промышленности начался период затяжной депрессии, связанной прежде всего с тем, что преобладавшие угледобывающая, металлургическая и текстильная отрасли всё больше отходили на задний план, оттесняемые автомобильной, химической и электротехнической промышленностью, не очень развитыми в Англии (предприятия в этих отраслях, начавшие появляться за годы войны, давали не более 10% общего объёма британской промышленной продукции).

Сложная и разветвлённая система сбыта английских товаров в колонии нарушилась во время войны, когда связи с метрополией ослабели и колонии начали создавать собственную промышленность (в те годы – в основном текстильную). Английские товары на мировых рынках начали вытесняться более дешёвой продукцией, произведённой в США и, особенно, в Японии. Поскольку экономическая система Великобритании была в значительной мере зави-

¹³⁴⁹ Ahamed L. *Lords of finance. 1929, the Great Depression, and the bankers who broke the world* / L. Ahamed. – L.: Windmill Books – Random House, 2010. – P. 77.

сима от внешней торговли с удалёнными колониями, её значение в международной торговле стало уменьшаться¹³⁵⁰.

Первая мировая война в значительной мере подорвала значение Лондона как финансового центра мира. Это изменение нелегко измерить в точных цифрах, однако некоторые показатели вполне наглядно демонстрируют это. Необходимость финансирования военных расходов вынудила многих частных инвесторов избавиться в 1914–1919 гг. от крупных пакетов иностранных ценных бумаг в общей сложности на сумму 550 млн фунтов. Часть высвобожденных капиталов была вложена в новые проекты за границей – в целом на 250 млн фунтов. Разницу 300 млн фунтов П. Коттрелл относит к убыткам – более 10% от 4 млрд фунтов, общего объема капитала, инвестированного Лондоном по всему миру. К этим 10% убытков следует добавить ещё 4–5%, конфискованных при распаде Российской империи и утраченных в других странах, участвовавших в войне. Не меньшим было увеличение торгового дефицита, что было связано не только с военными действиями, но и с долгосрочными структурными изменениями, ускорившимися в результате войны. К 1924 г. торговый дефицит Великобритании достиг 355 млн фунтов¹³⁵¹.

Несмотря на все эти потери после окончания войны большинство финансистов лондонского Сити считали, что Лондон должен как можно быстрее восстановить свои позиции, и мало кто задумывался о том, что за годы войны основным мировым кредитором уже фактически стали США, а финансовой столицей мира – Нью-Йорк. Но для того, чтобы всё это осознали в Лондоне, должны были произойти ещё многие события, включая крах 1929 г. и «Великую депрессию» 1930-х годов.

Впрочем, несмотря на то, что по объемам инвестиций и внешнеторговых операций Великобритания начала всё больше уступать США, внутри британской экономики доминирование сектора финансовых услуг не только не уменьшалось, но и продолжало возрастать. Если в 1871 г. в сфере финансовых услуг Великобритании работало 0,3% трудоспособного населения, в 1881 г. – 0,5%, в 1891 г. – 0,7%, в 1901 г. – 0,8%, в 1911 г. – 1,1%, то в послевоенном 1921 г. – 1,8%, а в кризисном 1931 г. – 2,2%. Доля сектора финан-

¹³⁵⁰ В 1929 г., перед началом кризиса, общемировой экспорт на 25% превысил показатели 1913 г., но доля британского экспорта уменьшилась с 14 до 11%.

¹³⁵¹ Cottrell P. L. *The Domestic Commercial Banks and the City of London, 1870–1939* / P. L. Cottrell // *Finance and Financiers in European History, 1880–1960* / Ed. by Youssef Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 1992. – P. 40–41.

совых услуг в британском ВВП в 1871 г. составляла 47,4%; в 1881 г. – 56,2%; в 1891 г. – 67,3%; в 1901 г. – 80,8%; в 1911 г. – 93,8%; в 1921 г. – 93,7%; в 1931 г. – 102,3%¹³⁵². Общая тенденция возрастания значения сектора финансовых услуг была устойчивой, и война лишь ненадолго затормозила этот процесс, но не остановила его.

Попытки возвращения к золотому стандарту

Вопрос о возвращении всех стран к золотому стандарту для Англии был принципиально важным – это означало бы возрождение довоенной финансовой системы и сохранение доминирующего положения британского фунта. А стабильность фунта («надёжного как золото» по выражению тех лет) символизировала непоколебимость всей Британской империи и мирового финансового порядка.

В 1913 г. объём денежной массы в Великобритании составлял 5 млрд долларов, из них золотым запасом было обеспечено лишь 800 млн долларов. Военные расходы привели к повышенной эмиссии банкнот, и к 1920 г. в обращении была денежная масса уже в 12 млрд долларов при прежнем размере золотого запаса (800 млн). К концу войны стало ясно, что ни вернуться к золотому стандарту и довоенным курсам валют, ни восстановить бывшее влияние Британской империи уже нет возможности.

Для возвращения к золотому стандарту можно было пойти либо по пути дефляции, сократив денежную массу (при этом неизбежными последствиями было бы ужесточение кредитной политики, продолжающийся экономический спад и рост безработицы), либо по пути девальвации валюты, как это было сделано в Германии и (в меньшей мере) во Франции.

Великобритания оказалась перед выбором, согласиться ли на девальвацию или же пойти по пути дефляции. Логично было бы предположить, что для конкурентоспособности британских товаров на послевоенных рынках необходима мягкая девальвация. Но для английских финансистов, не без основания считавших лондонский Сити всемирным центральным банком, согласие на девальвацию и отказ от золотого стандарта означали бы подрыв самой идеи «всемирного банка», в котором британский фунт был главным заменителем золота.

¹³⁵² Feinstein C. National Income, Expenditure and Output of the United Kingdom, 1855–1965 / C. Feinstein. – Cambridge: Cambridge University Press, 1972. – Table 8, 53, 59, 60.

Британских сторонников возвращения к золотому стандарту вдохновлял пример событий времён наполеоновских войн, когда в 1797 г. Банк Англии принял решение отказаться от обмена бумажных денег на золото после начала панического изъятия вкладов. Количество денег в обращении выросло с 10 млн до 22 млн фунтов, в два раза выросли и цены. В 1815–1821 гг. после окончания войны банк уменьшил количество обращавшихся денег в два раза, и хотя это привело к промышленному спаду, цены удалось снизить вдвое. По примеру тех событий Банк Англии в 1920 г. вслед за Федеральным резервным банком Нью-Йорка поднял ставку до 7%.

Так Великобритания с 1920 г. избрала путь дефляции, и к концу 1922 г. цены снизились на 50%, а курс фунта повысился с 3,2 до 4,3 доллара за фунт, хотя поднять его до довоенного уровня (4,86) так и не удалось, несмотря на все старания Банка Англии. После повышения учётной ставки начался экономический спад (так же, как и в США) и без работы осталось 2 млн человек. Но если в США экономический спад был лишь временным и вскоре начался устойчивый рост 1920-х годов, то в английской экономике, понёсшей огромные потери за годы войны, ничего подобного не произошло и вместо подъёма началась длительная рецессия. Это объяснялось тем, что зрелая (и даже перезрелая) британская экономическая система, в которой рост давно уже начал тормозиться, в принципе не обладала таким потенциалом роста, как молодая и быстро растущая американская. Поэтому высокая учётная ставка не дала позитивного эффекта, а лишь усугубила экономический спад.

Великобритания во время общего подъёма 1920-х годов

В середине 1920-х годов общий экономический подъём ощущался и в Лондоне, где снова, впервые после войны, в воздухе витал дух свободы, беспечности и благополучия. Магазины были переполнены, а молодёжь танцевала чарльстон и другие модные танцы в Kit Kat Club и других лондонских ночных клубах. Но за пределами Лондона дела обстояли далеко не так оптимистично. Угледобывающая и хлопковая промышленность, а также судостроительная (те отрасли, которые в викторианскую эпоху были сердцем британской экономики) переживали стагнацию. По причине искусственного повышения курса фунта цены на их продукцию на мировом рынке стали чрезмерно высокими, на 10% превышая цены

конкурентов, и экспорт британского угля и текстиля сократился в середине 1920-х годов в два раза по сравнению с 1913 г. Без работы оставалось 1,25 млн человек, ещё 1 млн работали неполный день, а общий уровень безработицы сохранялся на уровне 10%.

В 1925 г. по инициативе министра финансов Уинстона Черчилля золотой стандарт был восстановлен с целью вернуть британскому фунту былую роль мировой валюты. Но фунт уже не смог снова стать мировой валютой, а введение золотого стандарта и повышение курса фунта до довоенного уровня (4,68 доллара) привели лишь к ещё большему подорожанию на мировых рынках британских товаров (в среднем на 12%) и к дальнейшему сокращению объёмов британской внешней торговли.

Причина этого была как в политике дефляции в 1920–1921 гг., создавшей проблемы с завышенными ценами на британские товары и приведшей к сокращению экспорта, так и в общей тенденции к замедлению экономического роста в Великобритании в начале XX в. Высокая процентная ставка тормозила экономический рост в британской экономике, и к финансистам из Сити стало приходиться весьма неприятное понимание, что по объёмам операций Нью-Йорк начинает опережать Лондон.

В силу этих причин общемировой экономической подъём 1920-х годов в Великобритании проявился слабо и лишь в 1929 г. объём промышленного производства достиг 100,5% по сравнению с 1913 г. – преимущественно за счёт новых отраслей промышленности. Но в общемировом промышленном производстве доля английской промышленности снизилась с 14% в 1913 г. до 10% в 1929 году.

Банкротство Кларенса Хатри

Кларенс Хатри (Clarence Charles Hatry, 1888–1965) разбогател на спекуляциях с акциями нефтяных компаний, создав затем разветвлённую финансово-промышленную группу, с которой было связано несколько инвестиционных трастов, через которые Хатри оперировал на Лондонской бирже, инвестируя свои капиталы в ценные бумаги. Через свои трасты Хатри выпускал полупокупленные ценные бумаги, в том числе не зарегистрированные на бирже акции, биржевые сертификаты и т. п.

Владелец крупнейшей в Англии яхты и нескольких роскошных особняков, в которых он устраивал знаменитые приёмы, Хатри

в начале 1929 г. был в зените своей славы. Удача изменила ему, когда он, вынашивая масштабные планы получить контроль над английской сталелитейной промышленностью, решил в июне 1929 г. приобрести за 40 млн долларов компанию United Steel Limited.

Накануне сделки банки отказали ему в кредите – в Лондоне многие негативно относились к Хатри, имевшему сомнительную репутацию; примешивался к этому отношению и усилившийся в конце 1920-х годов антисемитизм. В попытках достать деньги Хатри выставил в качестве обеспечения для получения кредита подделанные им муниципальные облигации на 1 млн долларов. Когда это было обнаружено, акции компаний Хатри начали падать, его кредиторы потребовали вернуть долги, чего он не мог сделать, и Хатри оставалось только признаться в крупномасштабном мошенничестве, после чего он был арестован, предстал перед судом и был приговорён к длительному сроку тюремного заключения.

Разразился громкий скандал, убытки британских инвесторов, вложивших свои капиталы в предприятия Хатри, достигли 70 млн долларов. Многие из них, испытывая дефицит финансов, начали избавляться от американских ценных бумаг и выводить свои капиталы с нью-йоркского рынка брокерских кредитов. Вероятно, это и стало последним толчком, после которого началось снижение курсов на американском рынке ценных бумаг, приведшее к краху 1929 года.

Влияние биржевого краха 1929 г. на английский финансовый рынок

Когда известие о биржевом крахе достигло Лондона, Кейнс заявил, что теперь финансисты из Сити могут облегчённо вздохнуть – наконец исчезла опухоль, мешавшая бизнесу во всём мире, и ситуация определилась. По его словам, в Лондоне не должны ощущаться серьёзные последствия краха, за исключением ограниченного количества англо-американских бумаг, операции с которыми проводились как в Лондоне, так и в Нью-Йорке¹³⁵³. В то же время существовала реальная опасность, что начавшаяся в Америке глубокая рецессия затронет и Великобританию. «Сегодняшняя лавина продаж бумаг на Уолл-стрит обеспокоила весь финансовый

¹³⁵³ Keynes J. M. A British View to the Wall Street slump / J. M. Keynes // New York Evening Post. – 1929. – October 25.

Лондон, а не только тех инвесторов, которые продавали американские акции... Финансовые эксперты предсказывают опасность спада деловой активности, и этот спад может коснуться Англии»¹³⁵⁴.

В некотором смысле биржевой крах в Америке помог спасению британского фунта, остановив отток золота в США. Лондонские финансисты считали, что повышение 26 сентября 1929 г. в Великобритании процентной ставки до 7% стало окончательным толчком, вызвавшим биржевой крах в Нью-Йорке. «Чрезвычайная спекуляция на Уолл-стрит в последние месяцы привела к тому, что [в Великобритании] процентная ставка была поднята до небывалого уровня»¹³⁵⁵.

После начала в 1929 г. общего финансового кризиса промышленное производство в Великобритании снизилось на 32% (в среднем по миру – на 44%, в США – почти на 50%). Но в целом британская экономика, как и рынок ценных бумаг, меньше пострадали от кризиса 1929 г., чем в США, – спекулятивного бума на рынке акций, сравнимого с американским, здесь не было. К концу 1929 г. на британском рынке ценных бумаг произошло общее снижение курсов на 16% – далеко не такое значительное, как в США (40%), а капитализация британского рынка акций (138% ВВП) почти в два раза превышала капитализацию этого рынка в США (75%)¹³⁵⁶. Французский и немецкий рынки также понесли убытки (соответственно 14 и 11%), но объёмы этих рынков были несравнимо меньшими, чем британского и американского.

Уменьшение напряжённости на мировых финансовых рынках после краха 1929 г. отразилось в значительном снижении учётных ставок – до 3,5% в Англии и 2,5% в США (4,5% в Германии и 2,5% во Франции). На этом неблагоприятном фоне попытки сохранить золотой стандарт лишь приводили к росту оттока капиталов из британской финансовой системы (преимущественно во Францию), что стало устойчивой тенденцией. Летом 1929 г. отток золота из Англии возобновился, достигнув 100 млн долларов при общем объёме золотого запаса 800 млн долларов. Кроме утечки золота, Банк Франции начал конвертировать в золото значительные запасы британской валюты, после чего общие запасы золота у Банка

¹³⁵⁴ London Disturbed by Continued Fall // The New York Times. – 1929. – October 30.

¹³⁵⁵ Keynes J. M. A British View to the Wall Street slump / J. M. Keynes // New York Evening Post. – 1929. – October 25.

¹³⁵⁶ Rajan R. The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century / R. Rajan, L. Zingales // Journal of Financial Economics. – 2003. – Vol. 69. – Table 3. – <http://www.seyan.info/files/the%20great%20reversals.pdf>.

Франции достигли 1,2 млрд долларов; примерно такой же был объём запасов валюты¹³⁵⁷.

Отмена золотого стандарта

К началу 1930-х годов обстановка на финансовых рынках была напряжённой во всём мире, и даже в далёкой от европейских проблем Южной Америке в начале 1931 г. дефолт по займам объявила Боливия, в марте – Перу, в июле – Чили; в Мексике обесценилась национальная валюта. Особенно сильно эта всеобщая напряжённость ощущалась в Лондоне, пока ещё остававшемся центром мировой финансовой системы.

После «Великого краха» в Нью-Йорке рецессия в британской экономике усугублялась, а объёмы международной торговли сокращались. Масла в огонь подлила публикация 13 июля 1931 г. доклада комитета Макмиллана (Macmillan Report) о состоянии британской финансовой системы. В 1920-е годы Лондон продолжал экспорт капитала (в среднем по 500 млн долларов ежегодно), но прибыли от экспорта английских товаров значительно сократились (особенно когда из-за завышенного курса фунта цены на них стали неконкурентоспособными) и уже не могли быть источником финансовых ресурсов для экспорта капиталов. Тогда британские финансисты пошли по рискованному пути и начали использовать для долгосрочных кредитов в других странах средства, позаимствованные с краткосрочных депозитов. Хотя в этом были очевидные риски, мало кто задумывался, каков же именно размер нарастающей задолженности. В докладе комитета Макмиллана называлась цифра, вызвавшая среди лондонских финансистов сильное беспокойство, – сумма краткосрочных обязательств лондонских банков перед зарубежными клиентами составляла 2 млрд долларов. По слухам в лондонских финансовых кругах, в действительности размер этого долга был ещё больше и доходил до 3 млрд. Положение осложнялось тем, что часть долгосрочных кредитов стала проблемной – 500 млн долларов были заморожены в Германии, а несколько сотен миллионов долларов – в Латинской Америке.

Самым неприятным моментом была реакция инвесторов. После публикации доклада комитета Макмиллана они поняли, что

¹³⁵⁷ Ahamed L. Lords of finance. 1929, the Great Depression, and the bankers who broke the world / L. Ahamed. – L.: Windmill Books – Random House, 2010. – P. 344.

британским банкам может не хватить денег, чтобы при необходимости вернуть их вкладчикам. Началась обычная в таких случаях паника и массовое изъятие капиталов из лондонских банков. Отток капиталов достиг 250 млн долларов, и Банк Англии объявил о повышении учётной ставки с 2,5% до 4,25%¹³⁵⁸.

А 31 июля 1931 г. был опубликован доклад комитета Мэя (May Committee) об углублении экономической депрессии в британской экономике. По данным доклада, дефицит бюджета достиг к тому моменту 600 млн долларов (2,5% ВВП, 24 млрд долларов). В действительности такой дефицит (особенно по отношению к ВВП) был не столь уж велик по сегодняшним понятиям, но комитет Мэя поддался общим паническим настроениям того времени и рекомендовал правительству сократить государственные расходы на 500 млн долларов, а также на 20% уменьшить выплату пособий по безработице и поднять налоги, чтобы увеличить на 100 млн долларов поступления в государственный бюджет.

Момент для принятия таких решений был весьма неподходящим – в Великобритании 2,5 млн человек было без работы, а промышленное производство снизилось на 20%. Но многие в правительстве (в том числе премьер-министр Р. Макдональд и министр финансов Ф. Сноуден) придерживались точки зрения, что дефицит бюджета следует преодолеть во что бы то ни стало. Из Великобритании, пытавшейся сохранить золотой стандарт, продолжался отток капитала. Чтобы приостановить сокращение золотого запаса, Банк Англии был вынужден взять кредит в 650 млн долларов частично у Банка Франции, частично – у Федерального резервного банка Нью-Йорка. Но кредит в 250 млн долларов, предоставленный Федеральным резервным банком Нью-Йорка, быстро закончился. Руководство Банка Англии, не желавшее повышать учётную ставку, видело решение этой проблемы только в дальнейших внешних заимствованиях.

Британское правительство через Банк Англии обратилось к американскому банку J. P. Morgan, который в процессе переговоров о предоставлении кредита порекомендовал ещё больше сократить расходы на социальные нужды. После долгих дебатов британская сторона приняла рекомендации, и 28 августа был получен кредит в 200 млн долларов от Моргана и ещё 200 млн от консорциума французских банков, но этих кредитов хватило, как и пре-

¹³⁵⁸ Williams D. London and the 1931 Financial Crisis / D. Williams // *Economic History Review*. – 1963. – Volume 15, Issue 3. – P. 513–528.

дыдущих, ненадолго. Современники считали, что финансовая политика лондонских банков, породившая отток капиталов, была основана не на слепой привязанности к золотому стандарту, а на том, что они брали кредиты у французских банков под 3%, чтобы потом давать деньги в долг Германии под 6–8%, и туда уходили все получаемые кредиты¹³⁵⁹.

Учитывая многовековую искущённость финансистов «коварного Альбиона», сумевшего создать глобальную империю, такая версия кажется правдоподобной. Когда французские инвесторы стали это понимать, они начали изымать свои капиталы из британских банков, чем и был вызван не прекращающийся отток золота. А социальные выплаты, об урезании которых велись нескончаемые дебаты, вообще не играли существенной роли в возникновении дефицита бюджета. Основная проблема британской финансовой системы к началу 1930-х годов в действительности была не в дефиците бюджета и даже не в оттоке капиталов из страны, а в том, что лондонские финансисты не готовы были признать, что Великобритания уже не является мировым банкиром, так как не имеет для этого ни капиталов, ни производственных ресурсов – признать это было труднее всего.

Реальность подталкивала к необходимости отказаться от золотого стандарта. Банк Англии, утративший уже на миллиард долларов золота, в сентябре 1931 г. терял в сутки по 25 млн долларов золотом на оттоке капиталов, а 17 сентября был поставлен рекорд – 80 млн долларов за сутки¹³⁶⁰. Наконец 21 сентября 1931 г. было объявлено о временном прекращении обмена фунта на золото. Курс фунта снизился на 30% и британские товары подешевели, но было уже поздно – конкуренты всё больше вытесняли британские товары на мировых рынках. В таких условиях политика свободной торговли, когда-то столь характерная для Британской империи, стала уже неэффективной, и пришлось вернуться к протекционизму. Ещё в 1912 г. были введены импортные пошлины (33,5%) на товары, производимые ключевыми отраслями британской промышленности, а в 1932 г. – 10% пошлина на все ввозимые товары.

Отказ Великобритании от золотого стандарта означал конец всей этой системы, а вместе с ней и окончательную дезинтеграцию общемировой экономики, созданной перед Первой мировой вой-

¹³⁵⁹ Howe Q. *World diary: 1929–1934* / Q. Howe. – N. Y.: R. M. McBride & company, 1934. – P. 115.

¹³⁶⁰ Jones T. *A Diary with Letters, 1931–1950*. – Oxford: Oxford University Press, London, 1954. – P. 32–33.

ной. В сущности, в этом решении был трезвый расчёт – стабильность британских банков в условиях нарастающего оттока золота была признана более важной, чем стабильность фунта.

Когда после отмены золотого стандарта за несколько дней курс фунта снизился с 4,86 до 3,75 доллара (а к декабрю 1931 г. до 3,5 доллара), со стороны европейских финансистов можно было слышать недовольные голоса о том, что они поверили Банку Англии, а тот «подвёл» их¹³⁶¹. В действительности же отход Великобритании от золотого стандарта был вполне прогнозируемым, и нетрудно было это предвидеть. В течение нескольких месяцев от золотого стандарта отказалось 25 стран, в той или иной мере связанных с британской финансовой системой – Канада, Индия, Египет и др., а также скандинавские страны¹³⁶².

После отмены золотого стандарта в Великобритании у европейских инвесторов возникли опасения, что такое решение будет принято и в США, и за месяц-полтора были обращены в золото размещённые в американских банках капиталы на сумму 750 млн долларов. Многие считали, что отток золота из США провоцируют спекулянты и панически настроенные инвесторы, но в действительности конвертировали в золото капиталы и выводили их из США европейские центральные банки: Швейцарский национальный банк (200 млн долларов), Национальный банк Бельгии (130 млн долларов), Банк Франции (100 млн долларов), Банк Нидерландов (77 млн долларов).

Особенно много было нареканий на Банк Франции, хотя в действительности именно этот банк понёс наибольшие потери от отмены в Великобритании золотого стандарта – банк располагал крупными активами в фунтах стерлингов, достигавшими 350 млн долларов. После отхода Великобритании от золотого стандарта и падения курса фунта убытки для Банка Франции составили 125 млн долларов, что в семь раз превышало его акционерный капитал¹³⁶³.

¹³⁶¹ Bonn M. Wandering Scholar / M. Bonn. – N. Y.: The John Day Co., 1948. – P. 318–319.

¹³⁶² Gold and Exchange Shifted fast in 1931 // The New York Times. – 1931. – Dec. 31.

¹³⁶³ Boyle A. Montagu Norman / A. Boyle. – London: Cassel, 1967. – P. 276.

«Стерлинговый блок» и «Британское содружество»

Для британской экономики отказ от золота дал положительные результаты: дефляция прекратилась, кредит подешевел (учётная ставка снизилась до 2%), на фоне снижения курса фунта выросла конкурентоспособность английских товаров и Великобритания первой среди основных участников мирового рынка начала выходить из депрессии. В Великобритании не было чего-либо подобного «новому курсу» Рузвельта, а выход из депрессии обеспечивался в духе британских традиций приверженности идее свободного рынка капиталов за счёт политики «дешёвых денег» (cheap money policy, как её тогда называли). Учётная ставка снижалась радикально быстрыми темпами: с 5,26% в 1929 г. до 1,67 в 1932 г., 0,66% в 1933 г. и 0,59–0,58% в 1935–1937 гг.

Сыграло в этом свою роль и создание в 1932 г. Британского содружества наций (British Commonwealth of Nations) – добровольного объединения суверенных государств, в которое вошли Великобритания и почти все её бывшие доминионы, колонии и протектораты. Это событие ознаменовало начало распада Британской империи и превращение её в группу связанных между собой независимых государств. Идея создания такого содружества возникла ещё во время кризиса 1929 г., когда британские газеты выступали за создание вокруг Британской империи «тарифной стены», ограждающей её от остального мира, сползающего в «Великую депрессию». Ещё в конце 1931 г. в Великобритании, более ста лет придерживавшейся идее свободной торговли и столь же свободного движения капиталов, были приняты (по примеру американского закона Смута-Хоули) новые таможенные правила – The Abnormal Importations (Customs Duties) Act от 20 ноября, а в начале 1932 г. – новые тарифы.

В 1931 г. возник «стерлинговый блок», в который вошли Англия с колониями, Голландия, скандинавские страны, Греция и Португалия. Создание «стерлингового блока» на некоторое время сохранило влияние британского фунта, но в то же время ускорило превращение доллара США в основную международную валюту для остальных стран, не входивших в «стерлинговый блок». В 1932 г. на конференции в Оттаве идея Британского содружества была практически реализована – бывшие колонии, образовавшие Британское содружество наций, ввели систему тарифов, сниженных для торговли внутри содружества, и повышенные пошлины для

торговли с остальным миром (в некоторых странах содружества пошлины на дешёвые японские ткани достигали 40% стоимости). После этого мировые товарные рынки всё больше стали захватывать американцы, давно уже выражавшие недовольство британской политикой протекционизма и отстаивавшие идеи свободной торговли.

Общая для всех стран мира в 1930-е годы тенденция к повышению роли государственного регулирования экономики в Англии проявлялась лишь незначительно – отчасти в создании смешанных государственно-частных компаний (таких, как нефтяной трест Royal Dutch Shell, радиовещательная корпорация BBC и др.). В 1930-е годы в Англии не было существенных реформ в государственном регулировании рынка ценных бумаг, сравнимых с реформами Рузвельта, поскольку требования к раскрытию информации были определены ещё в законе о компаниях 1844 г.

Со второй половины 1930-х годов в Великобритании начался незначительный экономический подъём, связанный более всего с подготовкой к войне в условиях нарастающей международной напряжённости. Но в 1938 г. объём производства британской промышленности лишь на 17% превысил показатели 1913 г. (в США – на 43%, Германии – на 49%). А капитализация британского рынка акций снизилась со 138% ВВП в 1929 г. до 114% в 1938 г. (в США в эти годы – с 75 до 56%, в Германии – с 44 до 35%)¹³⁶⁴.

Франция в годы подъёма 1920-х и «Великой депрессии»

Общие тенденции на рынке ценных бумаг Франции в начале XX века

Начало XX в. до Первой мировой войны было не только Belle Époque – прекрасной эпохой для французского общества, но и настоящим золотым временем для финансовой системы Франции и, в частности, для рынка ценных бумаг. Капитализация рынка акций на Парижской бирже выросла с 1880 по 1913 г. почти в два раза – с 60 до 116 франков золотом, а ежегодный темп роста в это время составлял в среднем 2%. Суммарный объём сбережений в форме вкладов различных типов за это же время увеличился в шесть раз.

¹³⁶⁴ Rajan R. The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century / R. Rajan, L. Zingales // Journal of Financial Economics. – 2003. – Vol. 69. – Table 3. – <http://www.seyan.info/files/the%20great%20reversals.pdf>.

Объём эмиссий ценных бумаг вырос с 4% ВВП в 1896 г. до 9,2% ВВП в 1913 г. – больше, чем после Второй мировой войны (3,7% ВВП). В 1913 г. капитализация рынка акций (116 млрд франков) по отношению к ВВП (41,8 млрд франков) была значительно выше – 277,5%. И даже в 1966 г. капитализация французского рынка акций (167 млрд франков) отставала от уровня 1913 г. и составляла лишь 41,9% ВВП (398,5 млрд франков)¹³⁶⁵.

Общей тенденцией быстрого роста французского рынка ценных бумаг было снижение роли долговых процентных бумаг и увеличение спроса на акции. Так, с 1847 по 1911 г. доля инвестиций в недвижимость среди парижских инвесторов снизилась с 44,7 до 31,1%; в векселя – с 21,5 до 4,9%; в то время как в облигации и акции выросли с 16,6 до 51,4%. Что же касается инвестиций в облигации и акции, то ещё в конце XIX в. преобладали бумаги с гарантированной прибыльностью (преимущественно облигации железных дорог). С 1880 по 1895 г. доля таких бумаг выросла с 53,3 до 63%. Но затем доля бумаг с гарантированной прибыльностью снизилась до 49%. А в 1910-е годы им на смену всё больше приходили акции с негарантированной прибыльностью, по которым при благоприятных обстоятельствах можно было получить больший дивиденд, чем гарантированная прибыль по облигациям. Доля иностранных ценных бумаг в этих инвестициях выросла с 8,8% в 1890–1895 гг. до 14,1% в 1910–1914 гг.

Если сравнить показатели предвоенного 1913 г. с 1929 и 1937 гг., то ВВП Франции в абсолютных цифрах (с учётом инфляции франка) вырос с 41,8 млрд франков в 1913 г. до 334 млрд в 1929 г. и 304 млрд в 1937 г. Капитализация рынка акций в абсолютных цифрах выросла с 116 млрд в 1913 г. до 374 в 1929 г. и 377 млрд в 1937 г., но по отношению к ВВП значительно снизилась – с 277,5% в 1913 г. до 111,9% в 1929 г. и 124,0% в 1937 г.¹³⁶⁶

¹³⁶⁵ Gueslin A. Banks and State in France / A. Gueslin // *Finance and Financiers in European History, 1880–1960* / Ed. by Youssef Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 1992. – P. 68–69.

¹³⁶⁶ Gueslin A. Banks and State in France / A. Gueslin // *Finance and Financiers in European History, 1880–1960* / Ed. by Youssef Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 1992. – P. 70.

За годы Первой мировой войны нарушилась мировая специализация труда, и на смену преобладавшей во Франции в начале XX в. лёгкой промышленности и производству предметов роскоши пришла тяжёлая промышленность, в том числе автомобильная, авиационная и химическая. Однако при этом промышленное производство в целом сократилось на 40%. Но главные изменения для Франции произошли в финансовой сфере – эта страна перестала быть «мировым ростовщиком», как её называли в предвоенные годы. В значительной мере это было связано с тем, что половина французских инвестиций была вложена в Российскую империю. После её распада советское правительство аннулировало все долги империи, и Франция понесла огромные убытки.

Во Франции, как и в Великобритании, за годы войны усилилась концентрация банковских капиталов. Два из четырёх крупнейших парижских банков (Credit Lyonnais и Societe General) значительно расширили сеть филиалов и к 1932 г. имели около 1500 отделений. Но концентрация капиталов затронула в большей мере провинциальные, а не парижские банки. И если в 1914 г. 76% всех банковских вкладов были сконцентрированы в четырёх крупнейших парижских банках, то в 1924–1929 гг. – лишь 53%. В целом во Франции влияние банков в 1920-е годы ослабело и промышленность всё более ориентировалась на собственные источники финансирования, а не на банковский кредит. Французским банкам в этих условиях оставалось лишь инвестировать свободные капиталы в государственные ценные бумаги.

Золотые резервы Банка Франции к началу войны достигали 800 млн долларов, заметно превышая золотой запас его основного конкурента, германского Рейхсбанка (500 млн). За время войны денежная масса увеличилась на 350%, что сопровождалось ростом цен, но после окончания войны Банк Франции предотвратил гиперинфляцию, ограничив денежную эмиссию. Дефицит бюджета достигал в это время 500 млн долларов. И хотя во Франции были свои сторонники возвращения к золотому стандарту, большинство финансистов понимали, что это невозможно, так как соотношение франка и золота не может оставаться на довоенном уровне.

Если учесть крупные расходы на войну, то неудивительно, что государственный долг Франции вырос до 300 млрд франков (57 млрд долларов по курсу франка к доллару 1913 г.; для сравнения,

долг Англии составлял 38,4 млрд долларов). Эмиссия бумажных денег и девальвация франка привели к тому, что все цены повысились в среднем в пять раз, однако котировки ценных бумаг снизились в шесть раз, что стало причиной массового разорения мелких инвесторов, некогда столь многочисленных во Франции.

Финансовый кризис 1924 г. во Франции

За время войны финансовая система Франции понесла большие потери. Около 4 млрд франков пришлось израсходовать на восстановление освобождённых территорий, но правительство Франции не повышало налоги, вероятно, серьёзно рассчитывая на то, что Германия заплатит долги по репарациям. Поэтому в течение пяти лет после окончания войны, с 1918 по 1923 гг. французское правительство уверенно брало внешние займы (по 1 млрд долларов ежегодно) и дефицит бюджета рос.

По французской традиции финансовая документация велась весьма небрежно, и трудно было даже точно определить сумму этих займов. Так, во время ревизии 1922 г. оказалось, что стоимость облигационного «Займа национальной обороны» была завышена на 500 млн долларов, а в конце 1923 г. неизвестно куда исчез крупный пакет этих облигаций на 150 млн долларов¹³⁶⁷.

После войны курс франка к доллару снизился в три раза, с 5 долларов за франк до войны до 15, а к началу 1924 г. – до 20 франков за доллар. К 8 марта 1924 г. курс упал ещё больше, до 27 франков, и на Парижской бирже началась паника¹³⁶⁸. Французское правительство считало, что во всем виновата Германия, а кризис во Франции является следствием международного заговора немецких финансистов. Премьер-министр Пуанкаре заявил, что располагает секретным документом, согласно которому немецкие торговые дома создали в Амстердаме фонд в 13 млрд франков для начала игры на понижение французской валюты. С тех пор навязчивая идея коварного заговора иностранных финансистов против Франции витала в воздухе всё следующее десятилетие. По словам Дж. Кейнса, «каждый раз, когда стоимость франка падает, министр финансов

¹³⁶⁷ Shirer W. L. The Collapse of the Third Republic / W. L. Shirer. – N. Y. Simon & Shuster, 1969. – P. 161.

¹³⁶⁸ Schuker S. The End of French Predominance in Europe: The Financial Crisis of 1924 and the Adoption of the Dawes Plan / S. Schuker. – Chapel Hill, NC: University of North Carolina Press, 1976. – P. 89.

начинает искать этому любые объяснения, кроме экономических, говоря то о вредном последствии спекуляции, то о присутствии иностранцев на бирже»¹³⁶⁹.

В январе 1924 г. в Париж прибыл партнёр банка Lazard Freres Фрэнк Альтшуль, предложивший план для стабилизации курса французской валюты. По этому плану необходимо было организовать крупные кредиты для Франции со стороны США. В Нью-Йорке предполагалось за короткое время создать банковскую группу, которая собрала бы необходимые для займа средства. Банк Lazard Freres готов был выступить организатором этого займа (Ф. Альтшуль делал акцент на том, что участие этого банка в качестве организатора кредита не должно афишироваться). Во Франции план был принят, и с помощью американского займа (основным источником капиталов был банк Морганов) курс франка за несколько недель удалось поднять со 126 до 61 франка за доллар.

Наконец 13 марта 1924 г. французское правительство заявило, что американский банк J. P. Morgan готов предоставить Франции кредит под залог золотых резервов. По слухам, Морган (среди американских финансистов наиболее симпатизировавший Франции) согласился на кредит при условии, что французское правительство примет план, предложенный комитетом Дауэса.

Подъём середины 1920-х годов во Франции

Несмотря на утрату роли «мирового ростовщика», Франция в 1920-е годы продолжала занимать первое место по концентрации банковского капитала. Крупнейшие французские банки (Crédit Lyonnais, Société Générale, Crédit Industriel et Commercial, Comptoir d'escompte, Crédit Commercial de France) сконцентрировали в своих руках около 60% всех депозитов. Именно во Франции в середине 1920-х годов была сосредоточена почти половина (на 3213 млн долларов) общемирового золотого запаса (6932 млн долларов), в то время как в Англии золотой запас составлял 925 млн долларов, а в послевоенной Германии – всего лишь 58 млн.

Благодаря сознательно избранной финансовой политике поощрения инфляции курс франка упал и это привело к тому, что французские товары, став намного дешевле английских, вытесняли

¹³⁶⁹ Keynes J. M. Tract on monetary Reform / J. M. Keynes // Collected Writings. – Vol. 4. – L.: Macmillan, 1981. – P. XVI–XVII.

их с мировых рынков. Во Франции начался период экономического роста, промышленность чувствовала себя в целом неплохо, а безработица была в несколько раз меньше, чем в Англии. «Англия имела здоровые финансы, но нездоровую экономику, а Франция – здоровую экономику, но нездоровые финансы»¹³⁷⁰.

Когда премьер-министром во второй раз стал Раймон Пуанкаре (он уже занимал этот пост в 1912–1913 гг., а в 1913–1920 гг. был президентом Франции), один из самых известных и популярных французских политиков, курс франка, опустившийся до уровня 50 франков за доллар, начал расти и быстро достиг курса 35 франков за доллар. Пуанкаре с подозрением относился к космополитическим финансистам и парижским банкирам, считая их спекулянтами – об этом знали все, и с помощью такой позиции он подыгрывал настроениям массы рядовых индивидуальных инвесторов, что добавляло ему популярности.

Курс франка вырос, начали снижаться цены на импортные товары, стоимость жизни в целом подешевела, а капитал, уже два года утекавший из Франции, стал возвращаться. Потребность в кредитах со стороны США и Великобритании уменьшилась, особенно когда к осени 1922 г. рост капитала принял массовый характер. Курс франка продолжал расти и достиг 30. В том случае, если этот рост не ограничивать, во Франции могла бы возникнуть та же проблема, что и в Великобритании, когда цены на продукцию стали завышенными, экспорт сократился, а экономический рост перешёл в стагнацию.

Пуанкаре понимал это, но не решался на ограничение роста франка. Большинство воспринимало повышение курса национальной валюты как позитивное явление и заслугу самого Пуанкаре, что укрепляло его авторитет. Сторонником ограничения роста курса франка был управляющий Банка Франции Эмиль Моро, а influential противником – Эдуард де Ротшильд, консервативный финансист, о котором говорили, что он хотел бы продлить XIX век.

Влияние Ротшильда во Франции было настолько велико, что, по слухам, с 1920 по 1940 г. ни один кабинет министров не был сформирован без консультаций с ним. Это влияние было поводом для многочисленных антисемитских разговоров о «всемирном заговоре», возглавляемом Ротшильдом. Эдуард де Ротшильд, зная об этих настроениях, старался оставаться в тени, как можно меньше

¹³⁷⁰ Huddleston S. Personalities and the Politics in France / S. Huddleston // *Atlantic Monthly*. – 1925. – January. – P. 117.

привлекая к себе внимание и ограничиваясь имиджем любителя скачек и владельца породистых лошадей. Но избежать внимания прессы к семье Ротшильдов не удалось – его кузен Морис постоянно оказывался в центре скандалов, связанных с любовными похождениями.

Ротшильда поддерживал Франсуа де Вандель, крупнейший во Франции производитель вооружения и владелец военных заводов, создавший одну из крупнейших сталелитейных групп в Европе, сопоставимую по масштабам с компанией Эндрю Карнеги в США. Несмотря на все усилия Ротшильда и Ванделя (Ротшильд даже дал распоряжение принадлежавшей ему крупнейшей железнодорожной компании *Chemin de Fer du Nord* скупать франки, чтобы повысить курс валюты), победил Моро. В декабре 1926 г. Банк Франции начал скупать иностранную валюту и продавать франки, не давая курсу подняться выше 25 франков за доллар.

Так как цены на британские товары были слишком высокими, а на французские – низкими, это вызывало естественное перетекание капиталов во Францию. Французский капитал, раньше уходивший в Лондон и Нью-Йорк, вернулся обратно, и Банку Франции удалось создать крупный валютный фонд (преимущественно в британских фунтах), составлявший 500 млн долларов. Курс франка сохранялся устойчиво на уровне 25 за доллар, французские товары на мировых рынках были конкурентоспособны и экспорт быстро рос. Так путь, избранный Францией в середине 1920-х годов, помог ей избежать и крайностей немецкой гиперинфляции, и британской дефляции с сопровождавшей её стагнацией.

Весной и в начале лета 1927 г. продолжался приток иностранной валюты во Францию (в основном, фунтов стерлингов), вызванный повышением курса франка. Чтобы удерживать курс франка, Банк Франции продолжал скупать иностранную валюту, и к концу мая валютные запасы оценивались в 700 тыс. долларов¹³⁷¹. На рынке ценных бумаг общая стоимость обращавшихся бумаг была большей, чем стоимость всего недвижимого имущества Франции, и более 50% ценных бумаг составляли облигации государственных займов. Со второй половины 1920-х годов во Франции снова начала увеличиваться социальная прослойка рантье, основным доходом для которых была прибыль по ценным бумагам.

¹³⁷¹ Moreau E. The golden franc: memoirs of a governor of the Bank of France: the stabilization of the franc (1926–1928) / E. Moreau. – Boulder (Co): Westview Press, 1991. – P. 220, 295–298.

В 1928 г. французская экономика процветала за счёт экспорта, темпы экономического роста достигали 9% и Франция считалась наиболее динамично развивавшейся страной. Был восстановлен обмен франка на золото, хотя золотое обеспечение франка составляло лишь 20% довоенного. За время подъёма 1920-х годов объём промышленного производства во Франции превысил показатели довоенного 1913 г. на 40% (преимущественно в результате развития металлургии и машиностроения).

Во Франции, как и в других странах Западной Европы, меньше связанных с международными рынками капиталов и ценных бумаг, непосредственное влияние биржевого краха 1929 г. было не столь заметным, как в Англии, не говоря уже о Германии. Экономический спад здесь начался во второй половине 1930 г., когда промышленное производство снизилось на 30%, сельскохозяйственное – на 40%.

К 1929 г. общие запасы золота у Банка Франции достигли 1,2 млрд долларов; примерно такой же был объём запасов валюты. С 1927 по 1932 г. накопление золота во Франции было настолько интенсивным, что её золотые запасы выросли с 7 до 27% общемировых. В дальнейшем Банк Франции начал проводить политику сокращения золотых запасов, что усилило дефляционные тенденции в других странах. В этом отношении Франция своей финансовой политикой оказала даже большее влияние на мировые дефляционные процессы 1930-х годов, чем США.

Однако отказ Великобритании, а затем и США от золотого стандарта создал для Франции большие проблемы. Из-за сохранения привязки франка к золоту себестоимость продукции французской промышленности на мировых рынках оказалась самой высокой и период экономического подъёма конца 1920-х годов, выделявший Францию из остальных участников мирового рынка, к 1933 г. закончился¹³⁷². В 1937 г. Франции пришлось отказаться от золотого стандарта, и в 1938 г. курс франка был привязан к курсу британского фунта (1 фунт = 179 франков). Доля Франции в мировом промышленном производстве снизилась с 7% в 1913 г. до 4% в 1937 г.

¹³⁷² Экономическое развитие Франции тормозилось не только отсутствием собственных запасов нефти, приобретавшей всё большее значение по мере распространения автомобилей. Во французской промышленности всё ещё преобладали мелкие предприятия, для большинства которых был характерен низкий технологический уровень (40% рабочих были заняты ручным трудом).

Репутацию финансистов в глазах общества сильно подорвали скандалы во французских финансовых кругах – крах Oustric Bank в 1930 г. и особенно дело Ставиского в 1934 г. Серж Александр Ставиский (Serge Alexandre Stavisky, 1886–1934), финансовый аферист родом из Киева, живший в Париже, был убит 8 января 1934 г. Ставиский учредил Кассу муниципального кредита (Crédit municipal) при помощи мэра французского города Байонны Доминика-Жозефа Гара, впоследствии осуждённого на два года. Касса выпустила фальшивые облигации для финансирования различных программ (в том числе строительства жилых домов) на сумму 235 млн франков, распространявшиеся государственными чиновниками и политиками. По официальной версии Ставиский покончил с собой. Однако выяснилось, что Ставиский был связан с финансированием левых партий. Дело об его убийстве приобрело характер политического скандала, настолько сильного, что он привёл к отставке 30 января 1934 г. правительства Камиля Шотана, вооружённым столкновениям правых и левых экстремистов в Париже и неудачному штурму здания парламента Франции боевиками профашистских организаций 6 февраля 1934 г. В начале 1930-х в финансовых кругах Парижа Ставиский был довольно известной личностью. По словам И. Эренбурга, «как-то в 1931 или в 1932 году я обедал с Мерлем в марсельском ресторане. За соседним столиком сидел красивый брюнет, похожий на аргентинского танцора... Мерль наклонился ко мне: “Это Александр, один из самых талантливых жуликов Парижа. Кстати, он ваш соотечественник...”. Я не стал спрашивать: мало ли в Париже талантливых жуликов всевозможного происхождения»¹³⁷³.

В октябре 1934 г. Эдуард Даладьё, один из лидеров «Народного фронта» и левого альянса социалистов, коммунистов и других партий, негодовал по поводу того, что две сотни наиболее богатых семей контролируют всю французскую экономику и политику¹³⁷⁴. Всё это привело к возрастанию во Франции роли государственного

¹³⁷³ Эренбург И. Люди, годы, жизнь / И. Эренбург. – В 3 т. Т. 2. – М.: Текст, 2005. – С. 19.

¹³⁷⁴ Идея о 200 лицах, фактически владеющих всей французской экономикой, возникла ещё в 1800 г. в первоначальном уставе Банка Франции, в котором влияние владельцев акций на принятие решений ограничивалось кругом 200 крупнейших акционеров. Реальная власть в банке принадлежала его директорам («регентам»), все они были представителями банковской элиты Парижа. Волна критики, поднявшаяся в 1936 г., дала свои результаты, и под влиянием «Народного фронта» устав банка был изменён, после чего регентов сменили представители различных социальных групп.

регулирования в 1930-е годы и к увеличению государственных расходов (с 14% национального дохода в 1911 г. до 40% в 1936 г.) и всё большему планированию экономики после прихода к власти в 1936 г. «Народного фронта».

Причины и природа «Великой депрессии»

По словам Бена Бернанке, «в макроэкономике поиски понимания природы “Великой депрессии” подобны поискам Священного Грааля»¹³⁷⁵, так как экономический коллапс, возникший в 1929–1933 гг. и продолжавшийся до начала Второй мировой войны, был крупнейшим катаклизмом в финансовой истории XX в., дискредитировавшим всю рыночную экономику. Интерес к причинам и природе «Великой депрессии», возникшей в США и быстро распространившейся почти по всему миру, усилился после кризиса 2007–2009 гг. и начала «Великой рецессии» (Great Recession), как её всё чаще стали называть в последние годы.

Хотя иногда высказывается мнение, что депрессия, последовавшая после кризиса 1873 г., была не менее глубокой¹³⁷⁶, чем в 1930-е годы, всё-таки трудно не согласиться, что ни одна депрессия до того не была такой сильной и длительной, как «Великая депрессия» 1930-х годов. Более того, ни одна депрессия из бывших ранее не поставила в такой степени под сомнение основополагающие, ключевые принципы свободного рынка и рыночной экономики.

По словам современницы событий Айн Рэнд, «противники капитализма часто обвиняют его в грехах, единственной причиной которых является государственное вмешательство в экономику». В 1930-е годы многие утверждали, что «депрессии (феномен так называемого бизнес-цикла роста и спада) присущи свободному рынку, и что крах 1929 г. стал финальным доказательством несостоятельности нерегулируемой экономики и свободного рынка». Какова доля правды в этом утверждении? «Депрессия – это общенациональное снижение деловой активности – и соответствующее ему по масштабам падение стоимости основных активов. В природе сво-

¹³⁷⁵ Bernanke B. The Macroeconomics of the Great Depression // Essays on the Great Depression / B. Bernanke. – Princeton, NJ: Princeton University Press, 2000. – P. 5.

¹³⁷⁶ Hsu S. Financial Crises, 1928 to the Present / S. Hsu. – Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2013. – P. 1, 17.

бодной экономики нет ничего, что могло бы привести к подобным последствиям»¹³⁷⁷.

Поколебав сами основы капитализма и приведя к усилению в 1930-е годы вмешательства государства в экономику почти во всех странах¹³⁷⁸, «Великая депрессия» породила сложные интеллектуальные поиски новых принципов и путей развития рыночной экономики – от неолиберализма времён Belle Epoque и Pax Britannica к неоконсерватизму. Период неоконсерватизма оказался гораздо более длительным, чем предполагали творцы этой доктрины, закончившись только в 1960-е или даже 1970-е годы, когда идеи свободного рынка снова начали доминировать в мире.

Дискуссии о причинах и природе «Великой депрессии» начались давно, и единого мнения по этому вопросу до сих пор нет. «В Париже, в Нью-Йорке, в Брюсселе, в Берлине и на других биржах мира мы стоим перед кризисом, полный объём которого только подозревают и понимание которого повсюду отсутствует»¹³⁷⁹. Классическое представление о том, что спекулятивные ажиотажи и следующие за ними крахи являются следствием неустойчивости кредита, восходит ещё к идеям Альфреда Маршалла. Но парадокс был в том, что неустойчивость кредита начала понижаться как раз по мере приближения «Великой депрессии» 1930-х годов.

В течение длительного времени в США преобладало представление о природе «Великой депрессии», основанное на монетаристском подходе Милтона Фридмана и Анны Шварц. Суть этого объяснения сводилась к тому, что из-за ошибок в политике ФРС денежная масса вместо увеличения (для компенсации ослабления экономики) не только не росла, но даже начала уменьшаться, что и

¹³⁷⁷ Рэнд А. Капитализм: незнакомый идеал / А. Рэнд. – М.: Альпина Паблишерз, 2011. – С. 93–94.

¹³⁷⁸ Новый период усиления государственного влияния в экономике и сфере финансов наступил с началом общей депрессии 1930-х годов. Когда весной и летом 1931 г. в Центральной Европе обанкротилось несколько крупнейших немецких и австрийских банков (в том числе венский Creditanstalt и немецкий Danatbank), правительства прибегали к таким мерам, как выкуп в собственность государства большей части акций кредитно-финансовых организаций, оказавшихся в критическом положении. Эти меры, а также государственный контроль над валютой и, при необходимости, временное закрытие банков смогли предотвратить дестабилизацию всей кредитной системы (Фишер В. Европа: экономика, общество и государство. 1914–1980 / В. Фишер. – М.: Владос, 1999. – С. 277).

¹³⁷⁹ Рубинштейн М. Мировой экономический кризис 1930 года / М. Рубинштейн. – М.: Государственное издательство, 1930. – С. 1.

вызвало депрессию¹³⁸⁰. Питер Темин подверг критике этот подход, считая, что нет никаких доказательств того, что причиной депрессии стало уменьшение денежной массы в 1929–1931 гг.¹³⁸¹ Снижение индустриального производства в 1929 г. началось за 4–5 месяцев до биржевого краха, и это снижение невозможно объяснить сокращением денежной массы, но оно явно отражало тот факт, что реальные возможности экономики всё более отставали от раздувавшегося спекулятивного пузыря на рынке ценных бумаг.

Марксистские авторы объясняли кризис перепроизводством. «Всюду говорят о дешёвых деньгах, об облегчении международного кредитного положения, но все забывают о хозяйственных явлениях, которые подводят к кризису и воздействие на которые, не говоря уже об излечении, не находится во власти даже столь могущественных мировых финансов... Все эти явления являются следствием перепроизводства»¹³⁸².

В классическом описании финансового кризиса, данном в работах Хаймана Минского (долгое время остававшихся малоизвестными и привлёкшими к себе внимание лишь после кризиса 2007–2009 гг., когда их популяризировал Чарльз Киндлбергер), кризис и депрессия являются естественными частями всякого бизнес-цикла и свойственны нестабильной природе финансовых рынков, для которых характерна, по его словам, «хрупкость» (*financial fragility*). С началом дестабилизации рынка эта «хрупкость», иначе говоря волатильность рынка, быстро усиливается, начинается массовая продажа бумаг, что приводит к падению цен на них и со временем неизбежно порождает депрессию¹³⁸³.

Многие экономисты вообще уклонялись от попыток объяснить природу депрессии 1930-х годов, оставляя этот смутный вопрос другим или ограничиваясь наполовину в шутку, наполовину всерьёз общими рассуждениями о том, что депрессия стала неизбежной расплатой за предшествовавший период спекулятивного

¹³⁸⁰ Фридман М. Монетарная история Соединённых Штатов. 1887–1960 / М. Фридман, А. Шварц. – К.: Ваклер, 2007. – С. 332–339.

¹³⁸¹ Подробнее см.: Temin P. Did Monetary Forces Cause the Great Depression? / P. Temin. – N.Y.: W. W. Norton, 1976. – 193 p.

¹³⁸² Рубинштейн М. Мировой экономический кризис 1930 года / М. Рубинштейн. – М.: Государственное издательство, 1930. – С. 6.

¹³⁸³ Minsky H. A Theory of Systemic Fragility / H. Minsky // *Financial Crises: Institutions and Markets in a Fragile Environment* [Eds. E. Altman, A. Sametz]. – N. Y.: Wiley, 1977. – P. 138–152.

бума¹³⁸⁴. Поэтому хотя о «Великом крахе» 1929 г. и «Великой депрессии» 1930-х написано множество книг, версий объяснения происходивших в то время событий на самом деле не так уж и много.

Бен Бернанке, председатель совета управляющих ФРС США (с февраля 2006 г.), считает, что сам по себе «монетарный шок» (monetary shock), вызванный крахом 1929 г., стал основным фактором в развитии последующей депрессии 1930-х годов, хотя этот шок не был единственной причиной «Великой депрессии». Однако денежный шок создал «дефляционную спираль», всё больше ограничивавшую экономические возможности, что повышало стоимость услуг финансовых посредников и делало кредит менее доступным¹³⁸⁵.

События 1929 г. в США во многом напоминают кризис 2007–2009 гг., так же как «Великая депрессия» 1930-х годов напоминает «Великую рецессию» 2010-х, особенно в странах Европы. Хотя в 1929 г. спекулятивный пузырь был связан с рынком акций, а в 2007–2009 гг. – с рынком ипотечных бумаг, общим в двух кризисах был рост доступности кредита, что ускоряло возникновение спекулятивного пузыря.

Более глубокой и менее явной для современников причиной кризисов и 1929 г., и 2007–2009 гг. был глобальный дисбаланс финансовых ресурсов. В 2007–2009 гг. это был дисбаланс между США и странами Азии (прежде всего Китаем), сбережения из которых перекачивались в американскую экономику, создавая чрезмерное преобладание заёмных средств. А в 1929 г. – дисбаланс между США с массой свободных капиталов и чрезмерными запасами золота и странами Европы, где за счёт образовавшихся после Первой мировой войны долгов по американским кредитам дефицит финансовых ресурсов был постоянным. Чем больше усиливался этот дисбаланс, тем больше растущий американский рынок ценных бумаг откачивал остатки капиталов из Европы. А чем больше капиталов инвестировалось на рынке США (в том числе в стреми-

¹³⁸⁴ McElvaine R. S. The Great Depression America, 1929–1941 / R. S. McElvaine. – N.Y.: Three Rivers Press, 2009. – P. 25–27.

¹³⁸⁵ Bernanke B. The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach / B. Bernanke // Journal of Money, Credit and Banking. – 1995. – Vol. 27. – № 1. – P. 1–28; Bernanke B. Nominal Wage Stickiness and Aggregate Supply in the Great Depression / B. Bernanke, K. Carey // Quarterly Journal of Economics. – 1996. – Vol. 111. – № 3. – P. 853–883.

тельно растущие брокерские кредиты), тем больше ускорялся его рост и раздувался спекулятивный пузырь.

Сегодня уже очевидно, что депрессия 1930-х годов была вызвана несколькими последовательными финансовыми кризисами. Некоторые из них зарождались в США, некоторые в Европе, но эти последовательные кризисы подпитывали друг друга, всё больше сталкивая мировую финансовую систему в усугубляющийся спад. Первый из этих кризисов был в немецкой экономике в 1928 г., второй – «Великий крах» 1929 г. в Нью-Йорке, затем началась банковская паника в США в конце 1930 г. и, наконец, кризис европейской финансовой системы летом 1931 г.

Сегодня общепринятая точка зрения о причинах «Великой депрессии» сводится к тому, что крах на рынке ценных бумаг в октябре 1929 г. вызвал рецессию, которая затем естественным образом переросла в «Великую депрессию», так как ФРС проводила неправильную политику и не обеспечила банковскую систему достаточным количеством ликвидных резервов. Если следовать логике такого подхода, то и банковского кризиса в начале 1930-х годов, и «Великой депрессии» вполне можно было бы избежать, если бы политика ФРС была иной и в банковскую систему были бы произведены финансовые вливания.

Вероятно, ключевым обстоятельством в понимании природы «Великой депрессии» была тенденция к дефляции (за 1929–1931 гг. среднее для США, Великобритании, Франции и Германии падение цен достигло 20%). Франция пыталась сопротивляться этой тенденции – иногда более успешно, иногда менее, – но в целом именно дефляция стала основным фактором, сталкивающим мировую экономику в депрессию, принявшую наиболее тяжёлые формы в США и Германии.

Отсутствие решительных действий и согласованности между участниками мировых финансовых рынков стало одним из важнейших факторов в возникновении депрессии. В 1929 г. ФРС США не предприняла необходимых действий по снижению учётной ставки, позволив биржевому пузырю разрастаться до беспрецедентных размеров. В 1931–1933 гг. ФРС также не сделала ничего, чтобы спасти тысячи банков, после чего кредит в США сократился на 40%. Во время кризиса европейских финансовых систем в 1931 г. из-за политических противоречий и конкуренции между основными странами Европы (Великобританией, Францией и Германией) их действия были несогласованными, и европейским банкам оставалось только объявлять дефолт по долгам.

Иногда среди причин депрессии называют политику Б. Стронга и его смерть в 1928 г., породившие цепную реакцию и кумулятивный эффект, или то обстоятельство, что значение Лондона как мирового финансового центра ослабевало, и двойное лидерство Великобритании и США создавало нестабильность из-за отсутствия единой власти на мировых финансовых рынках. Но основной причиной депрессии была, конечно, не деятельность Стронга и не соперничество Великобритании и США, а всеобщая дефляционная тенденция, так же как и попытки сохранить нежизнеспособный золотой стандарт. Эти попытки подпитывали дефляцию, а период доминирования дефляционных тенденций был слишком длительным, необратимо нарушив функционирование мировой экономической системы.

Нежизнеспособность системы золотого стандарта, на которой держалась вся мировая экономика и финансовая система эпохи «первой глобализации», была связана не столько с откатом глобализации, начавшимся после Первой мировой войны, сколько с совершенно другими обстоятельствами, неясными во времена «Великой депрессии». Как обычно бывает во время всякого спада, зарождались первые тенденции новой экономической системы, контуры которой стали очевидными в 1944 г. после Бреттон-Вудской конференции, когда основой для международных расчётов стал вместо золота доллар США. Капитал всё больше тяготел к виртуализации, к тому, чтобы быть именно финансовым капиталом, и его привязка к золоту стала никому не удобным архаическим пережитком.

Основной аргумент критиков роли золотого стандарта как причины «Великой депрессии» состоит в том, что в официальных американских финансовых документах того времени практически не упоминается о золотом стандарте, а конвертируемость валюты на золото имеет значение лишь тогда, когда есть спрос на финансовые ресурсы, и золота не хватает для обеспечения этого спроса. А когда снижается общий спрос на финансовые ресурсы, по сути уже не имеет значения, притекает ли золото в страну или утекает из неё¹³⁸⁶.

Вряд ли можно согласиться с такими аргументами – если речь идёт о том, что распадающаяся глобальная система золотого стандарта дестабилизировала всю мировую финансовую систему,

¹³⁸⁶ Eichengreen B. The Gold Standard and the Great Depression / B. Eichengreen, P. Temin // Contemporary European History. – 2000. – Vol. 9. – № 2. – P. 154.

нарушив взаимные платежи, курсы валют и т. п., вопрос о том, упоминался ли золотой стандарт в официальных американских документах, уже не имеет никакого значения. К тому же дестабилизирующее влияние распадающейся системы золотого стандарта не было явным, в те годы мало кто осознавал это и было бы наивным ждать, чтобы об этом шла речь в официальных финансовых документах США.

Хотя до сих пор экономисты предполагали как нечто само собой разумеющееся, что существует лишь одна разновидность рецессии (и «Великая депрессия» была крайней формой обычной рецессии), Р. Ку считает, что существует по крайней мере два вида рецессии. Первый из них является обычной частью циклов подъёмов и спадов в рыночной экономике. При такой рецессии бизнес остаётся ориентированным на будущие перспективы, на ожидаемый подъём и приоритетной целью всё так же является максимизация прибыли. Второй вид рецессии связан с проблемами корпоративных балансов, а приоритеты компаний смещаются с максимизации прибыли на минимизацию задолженностей. С такой точки зрения причиной «Великой депрессии» было стремление корпораций избавиться от угрожающих их финансовой стабильности долгов даже в ущерб максимизации¹³⁸⁷.

О естественном росте интереса инвесторов к наличным деньгам и о массовом снятии банковских вкладов после краха 1929 г. и начала депрессии писали многие¹³⁸⁸, однако это не давало ответа на вопрос, поставленный Б. Бернанке: почему денежное предложение в 1929–1931 гг. вело себя столь странным образом, постоянно тяготея к сжатию¹³⁸⁹. Между тем наиболее простое объяснение, по мнению Р. Ку, состоит в том, что всеобщее стремление к погашению долгов, отягощающих и частных лиц, и стороны компании, подрывало и денежное предложение, и совокупный спрос, становясь ещё одной движущей силой «Великой депрессии».

«Великая депрессия» длилась до 1938 г., после чего в США и Великобритании началось восстановление экономики, но до начала

¹³⁸⁷ Ку Р. Священный Грааль макроэкономики: уроки великой рецессии в Японии / Р. Ку. – М.: Мысль, 2014. – С. 119–120, 165–166.

¹³⁸⁸ Eichengreen B. Viewpoint: Understanding the Great Depression / B. Eichengreen // Canadian Journal of Economics. – 2004. – Vol. 37. – № 1. – P. 1–27.

¹³⁸⁹ Bernanke B. Deflation and Monetary Contraction in Great Depression / B. Bernanke, I. Mihov // Essays on the Great Depression / Ed. by B. Bernanke. – Princeton: Princeton University Press, 2000. – P. 135.

Второй мировой войны, обеспечившей заказами промышленность, это восстановление было таким медленным и несущественным, что конец 1930-х можно назвать «депрессией без депрессии». Усилившаяся во время экономической депрессии 1930-х годов политическая напряжённость в Европе ещё больше возросла, что привело к началу Второй мировой войны. Она окончательно разрушила систему международных экономических и финансовых связей, сформировавшихся во время глобализации эпохи Pax Britannica.

Если в начале XX в., когда Британская империя пребывала в расцвете своего могущества, с ней было связано 350–400 млн человек на всех континентах, то теперь судьба империи была предопределена, и ко второй половине XX в. она почти полностью утратила своё бывшее значение. Начало новой финансовой эпохи было заложено в 1944 г. на Бреттон-Вудской конференции, на которой определились принципы работы послевоенной мировой финансовой системы.

А «Великая депрессия» 1930-х годов осталась в истории как время болезненного краха несбывшихся надежд, время крушения созданного британской волной глобализации «мира без границ» начала XX в., ставшего, по словам Стефана Цвейга, «вчерашним миром» – теперь уже «вчерашним» навсегда. Бежавший с женой в Бразилию Цвейг не мог вынести всего этого. Когда он закончил свою последнюю книгу «Вчерашний мир», а жена перепечатала её на машинке и отправила в издательство, на следующий день супруги покончили с собой, приняв большую дозу снотворного. Это было в далёком 1942 году в небольшом бразильском городе под названием Петрополис... Почти «Петроград».

История имеет свойство повторяться, экономические циклы подъёмов, спадов и новых подъёмов развиваются по спирали. Всякая экономическая депрессия, даже такая «Великая депрессия», как была в 1930-е годы, неизбежно сменяется новым взлётом, и для финансовой истории в периодах депрессии проблемы нет. Проблема жизни и судьбы отдельного человека, и даже целого поколения (не говоря о массовых банкротствах и разорениях) в том, что эти циклы бывают достаточно длительными. И до нового «мира без границ», созданного очередной волной глобализации в 1990-е годы, большинству людей тридцатых годов не суждено было дожить.

Литература

1. 1874 год в финансовом и экономическом отношении // Финансовое обозрение. – 1875. – № 1. – С. 5–6.
2. Ааронович С. Британский монополистический капитал / С. Ааронович. – М.: Изд-во иностранной лит-ры, 1956. – 208 с.
3. Австро-Венгрия // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1900. – № 43. – С. 187.
4. Акции Вильгельма и русские эмигранты // Финансовое обозрение. – 1912. – № 17. – С. 13.
5. Аллен Р. С. Британская промышленная революция в глобальной картине мира / Р. С. Аллен. – М.: Изд-во Института Гайдара, 2014. – 448 с.
6. Антюхина-Московченко В. И. История Франции, 1870–1918 / В. И. Антюхина-Московченко. – М.: Изд-во Ин-та международных отношений, 1963. – 811 с.
7. Афоризмы: фондовая биржа. Марк Твен. – www.aforismo.ru/authors/206/6/.
8. Бабель И. Статьи. Письма / И. Бабель. – Новосибирск: Восточно-Сибирское кн. изд-во, 1991. – 432 с.
9. Бабст И. Джон Ло или финансовый кризис Франции в первые годы регентства / И. Бабст. – М.: Университетская типография, 1852. – 185 с.
10. Байрон Д. Дон Жуан / Д. Байрон. – <http://lib.ru/POEZIQ/BAJRON/donjuan.txt>.
11. Бальзак О. Монография о рантье / О. Бальзак. – <http://posters.ec/b/230629/read>.
12. Банки в Японии // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1898. – № 21. – С. 491–493.
13. Банки за границей. Американские банки и банкиры // Банковское дело. – 1913. – № 1. – С. 27–28.
14. Банковое дело в Японии // Коммерческое образование. – 1913. – № 3 (нояб.). – С. 134–136.
15. Барк П. Л. Обзор финансовых и биржевых кризисов в России с 1894 по 1914 г. / П. Л. Барк // Бородин Л. И., Коновалова А. В. Российский фондовый рынок в начале XX в.: факторы курсовой динамики / Л. И. Бородин, А. В. Коновалова. – СПб.: Алетей, 2010. – С. 248–249.
16. Барыши германских банков // Приложение к № 29 Торгового сборника, журнала торговли и финансов. – 1870. – № 29. – С. 323–234.
17. Безобразов В. О некоторых явлениях денежного обращения в России в связи с промышленностью, торговлей и кредитом / В. Безобразов. В 2 ч. Ч. 2. – СПб., 1863. – 187 с.
18. Безобразов В. П. О некоторых явлениях денежного обращения в России / В. П. Безобразов // Русский вестник. – 1863. – № 5. – С. 379–380.
19. Берлин, 1 июня 1875 г. (Корреспонденция «Финансового обозрения») // Финансовое обозрение. – 1875. – № 22. – С. 487.
20. Берлин, 7 февраля 1875 г. (Корреспонденция «Финансового обозрения») // Финансовое обозрение. – 1875. – № 5. – С. 86.
21. Берлин. 3 (15) апреля (Корреспонденция «Финансового обозрения») // Финансовое обозрение. – 1874. – № 14. – С. 267.
22. Биржа // Банковское дело. – 1913. – № 1. – С. 10–11.
23. Биржевая беседа. 12 января // Финансовое обозрение. – 1875. – № 1. – С. 5–6.
24. Биржевая беседа. 31 августа // Финансовое обозрение. – 1874. – № 35. – С. 158.
25. Биржевая беседа. 5 апреля // Финансовое обозрение. – 1875. – № 14. – С. 293.

26. Биржевая беседа. 6 апреля // Финансовое обозрение. – 1874. – № 14. – С. 264–265.
27. Биржевая реформа в Германии // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1898. – № 8. – С. 444–449.
28. Блюх И. С. Будущая война в техническом, экономическом и политическом отношениях / И. С. Блюх. – СПб., 1898. – Т. 4. – 628 с.
29. Блюх И. С. Финансы России XIX столетия. История – статистика / И. С. Блюх. – В 4 т. Т. 2. – СПб.: Тип. М.М. Стасюлевича, 1882. – 295 с.
30. Блок А. Два века. – http://www.aai.ee/~vladislav/poesia/index1.html?http://www.aai.ee/~vladislav/poesia/rus/copies/poets/Blok_Kov.html.
31. Богарт Э. Л. Экономическая история Соединенных Штатов / Э. Л. Богарт. – М.: Экономическая жизнь, 1927. – 440 с.
32. Боголепов М. И. Государственный долг (к теории государственного кредита). Типологический очерк. – СПб.: Изд-во О. Н. Поповой, 1910. – 569 с.
33. Боголепов М. И. Финансы, правительство и общественные интересы / М. И. Боголепов. – СПб.: Тип. О. Н. Попова, 1907. – 333 с.
34. Брандт Б. Современный торгово-промышленный кризис в Западной Европе / Б. Брандт // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1901. – № 49. – С. 447–454.
35. Брандт Б. Ф. Торгово-промышленный кризис в Западной Европе и России (1900–1901 гг.) / Б. Ф. Брандт. В 2 т. Т. 1. – СПб.: Тип. В.Ф. Киршбаума, 1904. – 244 с.
36. Брандт Б. Ф. Торгово-промышленный кризис в Западной Европе и России (1900–1901 гг.) / Б. Ф. Брандт. В 2 т. Т. 2. – СПб.: Тип. В. Ф. Киршбаума, 1904. – 335 с.
37. Брендон П. Упадок и разрушение Британской империи / П. Брендон. – М.: АСТ, 2010. – 957 с.
38. Бржеский Н. Государственные долги России. Историко-статистическое исследование / Н. Бржеский. – СПб.: Тип. А. М. Вольфа, 1884. – 283 с.
39. Бродель Ф. Грамматика цивилизаций / Ф. Бродель. – М.: Весь мир, 2008. – 552 с.
40. Бродель Ф. Материальная цивилизация, экономика, капитализм XV–XVIII вв. В 3 т. Т. 1. Структуры повседневности: возможное и невозможное / Ф. Бродель. – М.: Прогресс. – 1986. – 622 с.
41. Бунге Н. Х. В чём пора остановиться / Н. Х. Бунге // Журнал для акционеров. – 1859. – 29 янв. – С. 1073.
42. Бунге Н. Х. Заметка о настоящем положении нашей денежной системы и средствах к её улучшению / Н. Х. Бунге. – СПб.: Тип. В. Безобразова, 1880. – 42 с.
43. Бухарин Н. Политическая экономия рантье. Теория ценности и прибыли Австрийской школы / Н. Бухарин. – М.: Орбита, 1988. – 191 с.
44. В. В. [Воронцов В. П.]. Очерки экономического строя России / [В. П. Воронцов]. – СПб.: Тип. общества Брокгауз-Ефрон, 1907. – 116 с.
45. В. В. [Воронцов В. П.]. Судьба капиталистической России. Экономические очерки России / [В. П. Воронцов]. – СПб.: Тип. М. М. Стасюлевича, 1907. – 221 с.
46. В. Л. Крушение Московского коммерческого ссудного банка и доктор Струссберг / В. Л. // Нива. – 1875. – № 47. – С. 747–750.
47. Вайль П. Гений места / П. Вайль. – М.: АСТ, CORPUS, 2013. – 448 с.
48. Васильев А. А. Биржевая спекуляция. Теория и практика / А. А. Васильев. – СПб.: Тип. Ю. Н. Эрлих, 1912. – 168 с.

49. Вебер М. Протестантская этика и дух капитализма / М. Вебер // Избранные произведения: Пер. с нем. / Сост., общ. ред. и послесл. Ю. Н. Давыдова; предисл. П. П. Гайденко. – М.: Прогресс, 1990. – 808 с.
50. Ведьма Уолл-стрит. – <http://www.rb.ru/inform/60347.html>.
51. Вена, 30 ноября 1874 года. Корреспонденция «Финансового обозрения» // Финансовое обозрение. – 1874. – № 50. – С. 502.
52. Верхарн Э. Города / Э. Верхарн. – http://lib.ru/POEZIQ/WERHARN/verhaeren1_1.txt.
53. Вирт М. История торговых кризисов в Европе и Америке / М. Вирт. – СПб.: Изд-во журнала «Знание», 1877. – 484 с.
54. Вопрос о трестах в Соединённых Штатах // Киевлянин. – 1903. – № 34. – С. 1.
55. Всё тот же денежный кризис // Киевское слово. – 1900. – № 4580. – 7 окт. – С. 1.
56. Гайдар Е. Власть и собственность. Смуты и институты. Государство и эволюция / Е. Гайдар. – СПб.: Норма, 2009. – 336 с.
57. Гайдар Е. Т. Современный экономический рост и стратегические проблемы развития России / Е. Т. Гайдар. – <http://www.hse.ru/ic5/17.pdf>.
58. Гашек Я. Похождения бравого солдата Швейка / Я. Гашек. – <http://www.erlib.com>.
59. Гашек Я. Финансовый кризис / Я. Гашек. – http://lib.aldebaran.ru/author/gashek_yaroslav/gashek_yaroslav_finansovyi_krizis/.
60. Гейлер И. К. Сборник сведений о процентных бумагах / И. К. Гейлер. – СПб.: Тип. В. Безобразова, 1871. – 496 с.
61. Гейст Ч. Р. История Уолл-стрит / Ч. Р. Гейст. – М.: Изд-во «Квартет-Пресс», 2001. – 480 с.
62. Гелбрейт Д. К. Великий крах 1929 года / Д. К. Гелбрейт. – Минск: Попурри, 2009. – 256 с.
63. Германские акционерные общества в 1911–1912 году // Новый экономист. – 1913. – № 39–40. – С. 15–16.
64. Германский денежный рынок // Финансовое обозрение. – 1874. – № 38. – С. 214–215.
65. Гершенкрон А. Экономическая отсталость в исторической перспективе / А. Гершенкрон. – <http://www.biblioclub.ru/book/46494/>.
66. Гигантская финансовая операция французского правительства // Киевское слово. – 1894. – № 2165. – 23 янв. – С. 1.
67. Гильфердинг Р. Финансовый капитал. Новейшая фаза в развитии капитализма / Р. Гильфердинг [4-е изд.]. – М.: Государственное издательство, 1924. – 460 с.
68. Гильфердинг Р. Финансовый капитал. Новейшая фаза в развитии капитализма / Р. Гильфердинг. – М.–Л.: Гос. соц.-экон. изд-во, 1931. – 447 с.
69. Гиндин И. Ф. Русские коммерческие банки. Из истории финансового капитала в России / И. Ф. Гиндин. – М.: Госфиниздат, 1948. – 466 с.
70. Гобсон Д. Империализм / Д. Гобсон. – М.: Либроком, 2010. – 288 с.
71. Гобсон Ч. Экспорт капитала / Ч. Гобсон. – М.: Издательство Комкадемии, 1928. – 262 с.
72. Голсуорси Д. Сага о Форсайтах / Д. Голсуорси. – <http://bookz.ru/authors/olsuorsi-djon/saga8.html>.
73. Гончаров И. Обломов / И. Гончаров. – Гл. 3. – <http://ilibrary.ru/text/475/p.1/index.html>.
74. Грегори П. Экономический рост Российской империи (конец XIX – начало XX в.): Новые подсчёты и оценки / П. Грегори. – М.: Российская политическая энциклопедия (РОССПЭН), 2003. – 256 с.

75. Десятилетие первого частного коммерческого банка // Финансовое обозрение. – 1874. – № 45. – С. 377–378.
76. Дефо Д. Опыт о проектах / Д. Дефо // Пруцков Г. В. Введение в мировую журналистику. Антология в 2 т. Т. 1. – http://evartist.narod.ru/text4/51.htm#z_01.
77. Диденко Д. В. «Кривая Кузнецца» как проявление системных трансформаций: дифференциация доходов в индустриальной и постиндустриальной экономике / Д. В. Диденко // Экономическая история: Ежегодник. 2009. – М.: Российская политическая энциклопедия (РОССПЭН), 2009. – С. 300–344.
78. Диккенс Ч. Жизнь и приключения Николаса Никльби / Ч. Диккенс. – http://lib.aldebaran.ru/author/dikkens_charlz/dikkens_charlz_zhizn_i_priklyucheniya_nikolasa_niklbi/.
79. Диккенс Ч. Почему? (1856) / Ч. Диккенс // Собрание сочинений в 30 т. Том 28. Статьи и речи. – М.: Гос. изд-во художественной литературы, 1960. – <http://lib.misto.kiev.ua/INPROZ/DIKKENS/d28.txt>.
80. Диккенс Ч. Приключения Оливера Твиста / Ч. Диккенс. – <http://lib.ru/INPROZ/DIKKENS/oliver.txt>
81. Доктору Э. Рэгтайм / Э. Доктору. – royallib.ru/book/doktorou_edgar/regtaym.html.
82. Дос Пассос Д. Большие деньги / Д. Дос Пассос. – <http://librs.net/index.php?id=123965>.
83. Драйзер Т. Финансист / Т. Драйзер. – http://royallib.ru/book/drayzer_tedor/finansist.html.
84. Дюма А. Чёрный тюльпан / А. Дюма. – http://royallib.ru/book/dyuma_aleksandr/cherniy_tyulpan.html.
85. Дюркгейм Э. Самоубийство: Социологический этюд / Э. Дюркгейм. – М.: Мысль, 1994. – 399 с.
86. Жиромская В. Б. После революционных бурь: население России в первой половине 20-х годов / В. Б. Жиромская. – М.: Наука, 1996. – 158 с.
87. Золя Э. Деньги / Э. Золя. – <http://lib.ru/INPROZ/ZOLYA/money.txt>.
88. Золя Э. Труд / Э. Золя. – http://lib.ru/INPROZ/ZOLYA/zola18_1.txt.
89. Зомбарт В. Любовь, роскошь и капитализм / В. Зомбарт. – <http://fondint.narod.ru/bibl/alf/08z/01/zombart/zombart.html>.
90. Зомбарт В. Торгаши и герои. Евреи и экономика // Собр. соч. в 3 т. Т. 2 / В. Зомбарт. – СПб.: Владимир Даль, 2005. – 653 с.
91. Иванов Г. Распад атома / Г. Иванов. – Париж: Дом книги, 1938. – lib.ru/RUSSLIT/IWANOWG/raspad.txt.
92. Исламов Т. М. Распад Австро-Венгерской монархии и его последствия в политической эволюции Среднеевропейского региона / Т. М. Исламов // Первая мировая война. Пролог XX века / Отв. ред. В. Л. Мальков. – М.: Наука, 1998. – С. 340–367.
93. История железнодорожного транспорта России. В 2 т. Т. 1. 1836–1917 гг. – СПб., 1994. – 336 с.
94. История торговли и промышленности в России. В 3 т. Т. 2. Вып 7. Пути сообщения [под ред. П. Х. Спасского]. – СПб., 1913. – 318 с.
95. К денежному вопросу // Киевлянин. – 1899. – № 309. – С. 1. – Кол. 4–5.
96. К денежному вопросу. Ч. 2 // Киевлянин. – 1899. – № 311. – С. 1. – Кол. 5–6.
97. Карабчевский Н. П. Итоги Струссбергского процесса // Около правосудия. Статьи, сообщения и судебные очерки / Н. П. Карабчевский. – СПб.: Тип. товарищества «Труд», 1902. – 540 с.
98. Карамзин Н. М. Письма русского путешественника / Н. М. Карамзин // Избранные сочинения: В 2 т. Т. 1. – М.: Политиздат, 1964. – С. 539–540.

99. Кастельс М. Информационная эпоха / М. Кастельс. – М.: Гос. ун-т «Высшая школа экономики», 2001. – 608 с.
100. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / Дж. М. Кейнс. – М.: Прогресс, 1978. – 496 с.
101. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / Дж. М. Кейнс. – М.: Эксмо, 2007. – 960 с.
102. Кембриджская экономическая история Европы Нового и Новейшего времени. В 2 т. Т. 2. 1870 – наши дни. – М.: Изд-во Института Гайдара, 2013. – 624 с.
103. Киндлбергер Ч. Мировые финансовые кризисы. Мании, паники и крахи / Ч. Киндлбергер, Р. Алибер. – СПб.: Питер, 2010. – 544 с.
104. Киплинг Р. Мандалай / Р. Киплинг. – 95bbw.net/lyrics/mandalay.ru.html.
105. Китай // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1899. – № 30. – С. 140.
106. Китайский промышленный банк // Новый экономист. – 1913. – № 11 – С. 9–10.
107. Кокорев В. А. Экономические провалы: по воспоминаниям с 1837 года / В. А. Кокорев. – СПб.: Тип. А. С. Суворина, 1887. – 214 с.
108. Коллас К. Государственное банкротство и его течение / К. Коллас. – Пг., 1918. – 128 с.
109. Коммерческая газета. – 1858. – № 19. – 3 февр.
110. Конотопов М. С. Из тупика (Гл. 3. Опыт экономического развития Японии) / М. Конотопов, С. Сметанин. – М.: Академический проект, 2000. – 384 с.
111. Кори Л. Морганы. Династия крупнейших олигархов / Л. Кори. – М.: Центрполиграф, 2012. – 477 с.
112. Коэн У. Последние финансовые магнаты / У. Коэн. – К.: Companion Group, 2009. – 912 с.
113. Кредит и банки в России до начала XX века: Санкт-Петербург и Москва / Б. В. Ананьич, М. И. Арефьев, С. Г. Беляев и др. – СПб.: Изд-во С.-Петерб. ун-та, 2005. – 667 с.
114. Крубер А. А. Азия: иллюстрированный географический сборник / А. А. Крубер. – СПб.: Тип. Тов. И. Н. Кушнерев, 1904. – 548 с.
115. Ку Р. Священный Грааль макроэкономики: уроки великой рецессии в Японии / Р. Ку. – М.: Мысль, 2014. – 434 с.
116. Курс английских консолей с 1889 г. по 1913 г. // Новый экономист. – 1913. – № 24. – С. 12.
117. Лаверычев В. Я. Крупная буржуазия в пореформенной России (1861–1900) / В. Я. Лаверычев. – М.: Мысль, 1974. – 250 с.
118. Лал Д. Непреднамеренные последствия / Д. Лал. – М.: ИРИСЭН, 2007. – 338 с.
119. Лал Д. Похвала империи. Глобализация и порядок / Д. Лал. – М.: Новое издательство, 2010. – 364 с.
120. Ламанский Е. И. Из воспоминаний Евгения Ивановича Ламанского (1840–1890) / Е. И. Ламанский // Русская старина. – 1915. – Кн. XII. – С. 404; Кн. X. – С. 58.
121. Лахман Р. Капиталисты поневоле: конфликт элит и экономические преобразования в Европе раннего Нового времени / Р. Лахман. – М.: Изд. дом «Территория будущего», 2010. – 456 с.
122. Леви Р.-Г. Финансы Китая. Ч. 4–5 / Р.-Г. Леви // Вестник финансов, промышленности и торговли, 1901. – № 19. – С. 303–305.
123. Левин И. И. Акционерные коммерческие банки России / И. И. Левин. – Петроград, 1917. – 301 с.
124. Левин И. И. Акционерные коммерческие банки России / И. И. Левин. – М.: Дело, 2010. – 512 с.

125. Левин И. И. Петербургская биржа в 1899–1912 гг. и дивидендные ценности (Материалы для исследования) / И. И. Левин // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1914. – Т. 1. – № 3. – С. 606–615.
126. Ленин В. И. Империализм, как высшая стадия капитализма: популярный очерк / В. И. Ленин. – М.: Изд-во полит. лит-ры, 1967. – 134 с.
127. Лескюр Ж. Общие и периодические промышленные кризисы / Ж. Лескюр. – СПб.: Тип. т-ва «Общественная польза», 1908. – 559 с.
128. Ливермор Д. Торговля акциями / Д. Ливермор. – СПб.: Питер, 2010. – 304 с.
129. Лизунов П. В. Русские ценные бумаги на российских и европейских фондовых биржах (конец XIX – начало XX века) / П. В. Лизунов // Экономическая история. Ежегодник. 2001. – М.: Изд-во МГУ, 2002. – www.hist.msu.ru/Banks/papers/lizunov1.
130. Лизунов П. В. Санкт-Петербургская биржа и российский рынок ценных бумаг (1703–1917 гг.) / П. В. Лизунов. – СПб.: Изд-во «Русско-Балтийский информационный центр “Блиц”», 2004. – 576 с.
131. Льюис С. Бэббит / С. Льюис. – lib.aldebaran.ru/author/lyuis_sinkler/lyuis_sinkler_byebbit/.
132. Маленькая парижская биржа // Финансовое обозрение. – 1874. – № 8. – С. 126.
133. Манн Т. Будденброки / Т. Манн. – www.erlib.com/Томас_Манн/Будденброки/15/.
134. Маркс К. Англо-китайский договор / Маркс К. // Собр. соч. / Маркс К., Энгельс Ф. – Т. 12. – С. 135.
135. Маркс К. Второй международный обзор / К. Маркс, Ф. Энгельс // Собрание сочинений. – Т. 7. – <http://coollib.net/b/122603/read>.
136. Маркс К. Историческая параллель // Маркс К., Энгельс Ф. Соч. 2-е изд. – Т. XI. – Ч. II. – С. 114.
137. Маркс К. К критике политической экономии / К. Маркс // Маркс К., Энгельс Ф. Соч. – 2 изд. – Т. 13. – С. 7.
138. Маркс К. Капитал. Т. 1. // Маркс К., Энгельс Ф. Соч. Т. 6. – <http://www.esperanto.mv.ru/Marksismo/Kapital1/kapital1-23.html>.
139. Маркс К. Капитал. Т. 3. Гл. 22. / К. Маркс. – <http://www.esperanto.mv.ru/Marksismo/Kapital3/kapital3-22.html>.
140. Маркс К. Классовая борьба во Франции с 1848 по 1850 г. / К. Маркс. – https://www.marxists.org/russkij/marx/1850/class_struggles_france/04.htm.
141. Маркс К. Классовая борьба во Франции с 1848 по 1850 г. Гл. 4. / К. Маркс // Маркс К., Энгельс Ф. – Соч. Т. VIII. – С. 238.
142. Маркс К. Торгово-промышленный кризис в Англии / К. Маркс, Ф. Энгельс // Собрание сочинений. Т. 10. – <http://coollib.com/b/4710/read#t92>.
143. Маркс К. Чрезвычайно важные известия из Вены / К. Маркс // Маркс К., Энгельс Ф. Соч. – 2-е изд. – Т. 13. – С. 353.
144. Маркс К., Энгельс Ф. Письма / К. Маркс, Ф. Энгельс. – Сочинения [2-е изд.]. – Т. 29. – library.rksmb.org/text/kmfe-pss-t29.pdf.
145. Международное падение курсов // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1901. – № 27. – С. 43.
146. Менделеев Д. И. К познанию России / Д. И. Менделеев. – СПб.: Изд. А. Суворина 1907. – 107 с.
147. Мендельсон Л. А. Теория и история экономических кризисов и циклов. В 3 т. Т. 1 / Л. А. Мендельсон. – М.: Изд-во социально-экон. лит-ры, 1959. – 693 с.
148. Мендельсон Л. А. Теория и история экономических кризисов и циклов. В 3 т. Т. 2 / Л. А. Мендельсон. – М.: Изд-во социально-политич. литературы, 1959. – 768 с.

149. Мендельсон Л. А. Теория и история экономических кризисов и циклов. В 3 т. Т. 2 / Л. А. Мендельсон. – М.: Изд-во социально-экон. лит-ры, 1960. – 768 с.
150. Мендельсон Л. А. Теория и история экономических кризисов и циклов. В 3 т. Т. 3 / Л. А. Мендельсон. – М.: Мысль, 1964. – 527 с.
151. Мещерский В. П. Мои воспоминания / В. П. Мещерский. – В 2 т. Т. 1. 1850–1865. – СПб.: Тип. В. П. Мещерского, 1897. – 463 с.
152. Мигулин П. П. Китайский заём // П. П. Мигулин // Новый экономист. – 1913. – № 19. – С. 3–5.
153. Мигулин П. П. Промышленный кризис в России в 1899–1901 гг. // П. П. Мигулин // Народное хозяйство. – 1902. – Кн. 3. – С. 1–56.
154. Мигулин П. П. Реформа денежного обращения в России и промышленный кризис (1893–1902) / П. П. Мигулин. – Х.: Печатное дело, 1902. – 324 с.
155. Министерство финансов 1802–1902. В 2 т. Т. 1. – СПб.: Экспедиция заготовления государственных бумаг, 1902. – 687 с.
156. Мировой объём иностранных инвестиций в 2009 г. упал на 39% – до 1 трлн долл. – <http://news.finance.ua/ru/~1/0/all/2010/01/20/184571>.
157. Мировые экономические кризисы 1848–1935 гг. [Ред. Е. Варга]. Т. 1–3. Сравнительные материалы по истории кризисов в важнейших капиталистических странах. – М.: Огиз, 1937. – 807 с.
158. Мокир Дж. Дары Афины. Исторические истоки экономики знаний / Дж. Мокир. – М.: Изд. Института Гайдара, 2012. – 408 с.
159. Мокир Дж. Рычаг богатства. Технологическая креативность и экономический прогресс / Дж. Мокир. – М.: Издательство Института Гайдара, 2014. – 504 с.
160. Мортон Ф. Ротшильды. История династии могущественных финансистов / Ф. Мортон. – М.: Центрполиграф, 2004. – 303 с.
161. Московская биржа: Очерк возникновения и деятельности. 1839–1889. – М., 1889. – 92 с.
162. Мошенский С. З. Рынок ценных бумаг Российской империи. – Москва: «Экономика», 2014. – 560 с.
163. Мошенский С. З. Финансовые центры Украины и рынок ценных бумаг индустриальной эпохи / С. З. Мошенский. – London: Xlibris, 2014. – 503 с.
164. Музиль Р. Человек без свойств / Р. Музиль. – <http://www.e-reading.link/book.php?book=40125>.
165. Наши внутренние пути и экономическая жизнь России // Финансовое обозрение. – 1912. – № 19. – С. 2.
166. Нисселович Л. Н. О биржах, биржевых установлениях и мерах ограничения биржевой игры. Обзорение важнейших законодательств сравнительно с русским правом / Л. Н. Нисселович. – СПб.: Тип. А. Е. Ландау, 1879. – 188 с.
167. О железнодорожном займе // Финансовое обозрение. – 1914. – № 2. – С. 23.
168. О мировой денежной конъюнктуре // Биржа. – 1913. – № 28. – 14 июля. – С. 5.
169. О новой системе статистики доходности акционерных товариществ // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1901. – № 47. – С. 359–362.
170. Обзор внешней торговли России по европейской и азиатской границам за 1913 г. Ч. 1. – СПб.: Тип. М. П. Фролова, 1914. – 217 с.
171. Обзор иностранных денежных рынков. Англия // Финансовое обозрение. – 1875. – № 3. – С. 61.
172. Обзор иностранных денежных рынков. Франция // Финансовое обозрение. – 1875. – № 2. – С. 26.
173. Обзор печати // Новый экономист. – 1913. – № 42. – С. 6.

174. Обнинский П. Н. Обвинительный акт по делу о разного рода злоупотреблениях, обнаруженных в Московском Коммерческом Ссудном Банке / П. Н. Обнинский. – Пг., 1917. – 153 с.
175. Оггер Г. Магнаты. Начало биографии / Г. Оггер. – М.: Прогресс, 1985. – 350 с.
176. Олсон М. Возвышение и упадок народов. Экономический рост, стагфляция и социальный склероз / М. Олсон. – М.: Новое издательство, 2013. – 324 с.
177. Оль П. В. Иностраннне капиталы в народном хозяйстве довоенной России / П. В. Оль. – Л.: Всесоюзная Академия наук, 1925. – 35 с.
178. Орлов М. Ф. О государственном кредите / М. Ф. Орлов // У истоков финансового права. – М.: Статут, 1998. – С. 275–424.
179. Партнершип. – http://dic.academic.ru/dic.nsf/econ_dict/10850.
180. Первая Всеобщая перепись населения Российской империи 1897 г. / Под ред. Н. А. Тройницкого. LI. Город Варшава. – СПб.: Изд. Центрального статистического комитета Министерства внутренних дел, 1904. – 191 с.
181. Первая Всеобщая перепись населения Российской империи 1897 г. / Под ред. Н. А. Тройницкого. VI. Владимирская губерния. Ч. 2. – СПб.: Издание Центрального статистического комитета Министерства внутренних дел. 1900. – 232 с.
182. Первая Всеобщая перепись населения Российской империи 1897 г. / Под ред. Н. А. Тройницкого. XIV. Казанская губерния. – СПб.: Издание Центрального статистического комитета Министерства внутренних дел, 1903. – 283 с.
183. Первая Всеобщая перепись населения Российской империи 1897 г. / Под ред. Н. А. Тройницкого. XVI. Киевская губерния. – СПб.: Изд. Центрального статистического комитета Министерства внутренних дел, 1904. – 287 с.
184. Первая Всеобщая перепись населения Российской империи 1897 г. / Под ред. Н. А. Тройницкого. XXXVIII. Город Москва. – СПб.: Изд. Центрального статистического комитета Министерства внутренних дел, 1904. – 275 с.
185. Первая Всеобщая перепись населения Российской империи 1897 г. / Под ред. Н. А. Тройницкого. XLVII. Город Одесса. – СПб.: Изд. Центрального статистического комитета Министерства внутренних дел, 1904. – 167 с.
186. Первая Всеобщая перепись населения Российской империи 1897 г. / Под ред. Н. А. Тройницкого. XXXIII. Полтавская губерния. – СПб.: Изд. Центрального статистического комитета Министерства внутренних дел, 1904. – 315 с.
187. Первая Всеобщая перепись населения Российской империи 1897 г. / Под ред. Н. А. Тройницкого. Город С.-Петербург. Ч. 2. – СПб.: Изд. Центрального статистического комитета Министерства внутренних дел, 1903. – 264 с.
188. Первая Всеобщая перепись населения Российской империи 1897 г. / Под ред. Н. А. Тройницкого. XLVI. Харьковская губерния. – СПб.: Изд. Центрального статистического комитета Министерства внутренних дел, 1904. – 297 с.
189. Переяславский Ю. Австрийская политика и австрийские финансы / Ю. Переяславский // Новый экономист. – 1913. – № 45. – С. 12–15.
190. Петражицкий Л. И. Акционерная компания. Акционерные злоупотребления и роль акционерных компаний в народном хозяйстве / Л. И. Петражицкий. – СПб.: Тип. министерства финансов (В. Кишбаума), 1898. – 220 с.
191. Петров Ю. А. Коммерческие банки Москвы. Конец XIX в. – 1914 г. / Ю. А. Петров. – М.: РОССПЭН, 1998. – 368 с.
192. Петров Ю. А. Московская буржуазия в начале XX века: предпринимательство и политика / Ю. А. Петров. – М.: Изд-во «Мосгоррахив», 2002. – 440 с.
193. Пикард Л. Викторианский Лондон / Л. Пикард. – М.: Изд-во Ольги Морозовой, 2011. – 528 с.

194. По поводу нынешнего положения международного денежного рынка // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1900. – № 44. – С. 201.
195. Подъём промышленности и его последствия – финансовые и экономические // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1899. – № 33. – С. 257.
196. Познер М. В. Спекуляция и биржевая реформа / М. В. Познер // Русское экономическое обозрение. – 1898. – Ч. 3. – С. 54–67.
197. Положение дел на фондовом рынке // Торговое дело. – 1911. – № 12. – С. 360.
198. Потери на железнодорожных акциях в 1873 году // Финансовое обозрение. – 1874. – № 12. – С. 214.
199. Привилегированные акции и облигации // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1899. – № 45. – С. 486.
200. Причины кризиса 1873 года в Австрии // Финансовое обозрение. – 1875. – № 15. – С. 322.
201. Причины экономического успеха Германии // Киевское слово. – 1898. – № 3657. – 16 марта. – С. 1.
202. Прокшинский В. Биржевой закон 1900 года / В. Прокшинский // Народное хозяйство. – 1902. – Кн. 7. Сент.-окт. – С. 117.
203. Промышленные синдикаты за границей и в России // Народное хозяйство. – 1904. – Кн. 2. – С. 22–112.
204. Промышленный кризис в Германии // Киевлянин. – 1901. – № 302. – С. 2. – Кол. 5–6.
205. Птицын А. Н. Австрийский капитал в России (середина XIX – начало XX века) / А. Н. Птицын. – <http://vestnik.stavsu.ru/59-2008/06.pdf>. – С. 47.
206. Распадение австро-венгерского железнодорожного синдиката // Киевлянин. – 1900. – № 312. – С. 3. – Кол. 3.
207. Рейнхарт К. М. На этот раз всё будет иначе. Восемь столетий финансового безрассудства / К. М. Рейнхарт, К. С. Рогофф. – М.: Карьера Пресс, 2010. – 528 с.
208. Ремарк Э. М. Три товарища / Э. М. Ремарк. – lib.ru/INPROZ/REMARK/tritovar.txt.
209. Российские банки. Прошлое и настоящее / С. В. Бажанов, М. Х. Лapidус, Ю. И. Львов, Л. С. Тарасевич. – СПб.: КультИнформ-Пресс, 2004. – 624 с.
210. Ростовцев М. И. Капитализм и народное хозяйство в древнем мире / М. И. Ростовцев // Русская мысль. – 1900. – № 3. – С. 195–217.
211. Ротбард М. Великая депрессия в Америке / М. Ротбард. – М.: ИРИСЭН, 2012. – 522 с.
212. Ротбард М. История денежного обращения и банковского дела в США. От колониального периода до Второй мировой войны / М. Ротбард. – Челябинск: Социум, 2005. – 548 с.
213. Рубини Н. Нуриэль Рубини: как я предсказал кризис: экстренный курс подготовки к будущим потрясениям / Н. Рубини, С. Мим. – М.: Эксмо, 2011. – 384 с.
214. Рубинштейн М. Мировой экономический кризис 1930 года / М. Рубинштейн. – М.–Л.: Государственное издательство, 1930. – 136 с.
215. Рузвельт Ф. Беседы у камина / Ф. Рузвельт. – ИТРК, 2013. – <http://www.e-reading.ws/book.php?book=90802>.
216. Русские биржевые ценности. 1914–1915 / Под ред. М. И. Боголепова с участием В. А. Мукоссева, В. С. Зива. – Пг. [без изд.], 1915. – 373 с.
217. Рэнд А. Возвращение примитива. Антииндустриальная революция / Рэнд А. – М.: Альпина Паблишерз, 2011. – 347 с.
218. Рэнд А. Капитализм: незнакомый идеал / А. Рэнд. – М.: Альпина Паблишерз, 2011. – 422 с.

219. Селищев Л. С. Китайская экономика в XXI веке. – СПб.: Питер, 2004. – <http://www.selishchev.com/china-book.files/china-books.html>.
220. Синклер Э. Дельцы / Э. Синклер. – royallib.ru/book/sinkler_epton/deltsi.html.
221. Слиозберг И. Б. Русские биржевые дивидендные ценные бумаги: необходимые сведения об акциях и паях, котируемых на С.-Петербургской, Московской, Варшавской, Киевской, Рижской и др. фондовых биржах / И. Б. Слиозберг. – СПб.: Типолитография И. Г. Гершуна, 1896. – 291 с.
222. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов / А. Смит. – М.: ЭКСМО, 2007. – 960 с.
223. События 1900 г. в Китае и биржа // Киевское слово. – 1900. – № 4184. – 3 июля. – С. 2.
224. Современный экономический кризис в Германии и его причины // Финансовое обозрение. – 1876. – № 4. – С. 53.
225. Солодовников В. Г. Вывоз капитала / В. Г. Солодовников. – М.: Гос. изд-во полит. лит.-ры, 1957. – 246 с.
226. Старый профессор. Кризис денежного рынка 1899 г. и политика банков // Народное хозяйство. – 1900. – № 3. – С. 5.
227. Статистический ежегодник на 1913 г. [Ред. В. А. Шарый]. – СПб.: Совет съездов представителей промышленности и торговли, 1913. – 747 с.
228. Статистический ежегодник России. 1915 год. – СПб.: Изд-во Центрального статистического комитета МВД, 1916. – 624 с.
229. Студентский М. С. Биржа, спекуляция и игра / М. С. Студентский. – СПб., 1892. – 211 с.
230. Судейкин В. Т. Биржевая игра на Петербургской бирже. Её причины и последствия (из «Журнала юридического общества», декабрь, 1897) / В. Т. Судейкин. – СПб.: Тип. Сената, 1897. – 23 с.
231. Тарасов И. Т. Учение об акционерных компаниях / И. Т. Тарасов. – К: Университетская типография, 1878 (Репринт. – М.: Статут, 2000). – 666 с.
232. Тарле Е. В. Наполеон. Глава 11 / Е. В. Тарле. – <http://lib.ru/TARLE/napoleon/part11.html>.
233. Твен М. Позолоченный век (Повесть наших дней) / М. Твен, Д. Уорнер. – lib.ru/INPROZ/MARKTWAIN/gildage.txt.
234. Теккерей У. История Сэмюэла Титмарша и знаменитого бриллианта Хоггарти / У. Теккерей. – <http://lib.meta.ua/book/8126/>.
235. Теккерей У. Ярмарка тщеславия / У. Теккерей. – <http://lib.ru/INPROZ/TEKKEREJ/fairy.txt>.
236. Тимофеев А. Г. История С.-Петербургской биржи. История биржевого законодательства, устройства и деятельности учреждений С.-Петербургской биржи / А. Г. Тимофеев. – СПб.: Тип. «Труд», 1903. – 295 с.
237. Титов И. В. Год войны и народное хозяйство / И. В. Титов // Торгово-промышленный мир России. Иллюстрированный ежегодник. Литературно-экономический, финансовый, торгово-промышленный и статистический обзор. – Петроград: Торгово-промышленный мир России, 1916. – Ч. 1. – С. 3–7.
238. Трахтенберг И. А. Денежные кризисы (1821–1938 гг.) / И. А. Трахтенберг. – М.: Изд-во Академии наук СССР, 1939. – 698 с.
239. Трахтенберг И. А. Капиталистическое воспроизводство и экономические кризисы / И. А. Трахтенберг. – М.: Гос. изд-во политической литературы, 1954. – 200 с.
240. Три великие акта Гладстона. 1855–1861–1870 // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1899. – № 37. – С. 385–388.

241. Троцкий Л. Моя жизнь. Опыт автобиографии /Л. Троцкий. – http://www.knigitxt.com/preview/moya_gizn_v_txt_format_8984.html.
242. Туган-Барановский М. И. Периодические промышленные кризисы / М. И. Туган-Барановский. – М.: Наука, Российская политическая энциклопедия, 1997. – 574 с.
243. Туган-Барановский М. И. Периодические промышленные кризисы. История английских кризисов, общая теория кризисов / М. И. Туган-Барановский. – СПб.: Т-во О. Н. Поповой, 1914. – 446 с.
244. Туган-Барановский М. И. Русская фабрика в прошлом и настоящем / М. И. Туган-Барановский. – В 2 т. Т. 1. – М.: Соцэкгиз, 1938. – 459 с.
245. Туган-Барановский М. И. Русская фабрика в прошлом и настоящем: историко-экономическое исследование / М. И. Туган-Барановский. – В 2 т. Т. 1. – СПб., 1907. – 562 с.
246. Туполев Б. М. Экспансия германского империализма в юго-восточной Европе в конце XIX – начале XX в. / Б. М. Туполев. – М.: Наука, 1970. – 332 с.
247. Тьерри Э. Экономическое преобразование России / Э. Тьерри. – М.: РОССПЭН, 2008. – 183 с.
248. Тяжелникова В. С. Рынок и реформы в России: исторические и теоретические предпосылки / В. С. Тяжелникова. – М.: Мосгорархив, 1995. – 221 с.
249. Указатель действующих в империи акционерных предприятий и торговых домов / Под ред. В. А. Дмитриева-Мамонова. В 2 т. Т. 1. – СПб.: Изд. Э. Верн, 1905. – 1808 с.
250. Указатель действующих в империи акционерных предприятий и торговых домов / Под ред. В. А. Дмитриева-Мамонова. В 2 т. Т. 2. – СПб.: Изд. Э. Верн, 1905. – С. 1809–2323.
251. Уэльбек М. Карта и территория / М. Уэльбек. – М.: Астрель, 2012. – 480 с.
252. Фергюсон Н. Восхождение денег / Н. Фергюсон. – М.: Астрель, 2010. – 431 с.
253. Финансовая хроника. Англия и Соединённые Штаты // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1899. – № 31. – С. 183.
254. Финансовая хроника. Германия // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1899. – № 28. – С. 64.
255. Финансовый и экономический обзор. 10 января // Финансовое обозрение. – 1876. – № 2. – С. 16.
256. Финансовый и экономический обзор. 10 января // Финансовое обозрение. – 1876. – № 3. – С. 33.
257. Финансы, торговля, промышленность // Финансовое обозрение. – 1875. – № 9. – С. 170.
258. Финансы, торговля, промышленность // Финансовое обозрение. – 1875. – № 11. – С. 217.
259. Финансы, торговля, промышленность // Финансовое обозрение. – 1875. – № 21. – С. 463.
260. Финансы, торговля, промышленность // Финансовое обозрение. – 1875. – № 24. – С. 517.
261. Фишер В. Европа: экономика, общество и государство. 1914–1980 / В. Фишер. – М.: Владос, 1999. – 388 с.
262. Флобер Г. Лексикон прописных истин / Г. Флобер. – http://lib.ru/INPROZ/FLOBER/lexicon.txt_with-big-pictures.html.
263. Форд Г. Цитаты из произведений / Г. Форд. – http://www.foxdesign.ru/aphorism/book/b_zap393.html.
264. Фридман М. Монетарная история Соединённых Штатов. 1887–1960 / М. Фридман, А. Шварц. – К.: Ваклер, 2007. – 880 с.

265. Хикс Д. Теория экономической истории / Д. Хикс. – М.: НП «Журнал Вопросы Экономики», 2006. – 224 с.
266. Хроника. Рост акционерного дела в России // Биржа. – 1913. – № 2. – 13 янв. – С. 7.
267. Хрулев С. С. Финансы России в связи с экономическим положением ее населения / С. С. Хрулев. – СПб.: Тип.Брокгауз-Ефрон, 1909. – 387 с.
268. Цвейг С. Вчерашний мир. Воспоминания европейца / С. Цвейг. – М.: Радуга, 1991. – 377 с.
269. Цены акций на С.-Петербургской бирже // С.-Петербургские ведомости. – 1867. – № 183. – 5 июля. – С. 2.
270. Черчилль У. История англоязычных народов. В. 4. Т. 4 / У. Черчилль. – Екатеринбург: Гонзо, 2012. – 432 с.
271. Черчилль У. Мировой кризис. Кн. 1 (1911–1914) / У. Черчилль. – www.on-island.net/History/Churchill/WorldCrisis/WWC_book_1.htm.
272. Ческидов Б. М. Модели рынков ценных бумаг / Б. М. Ческидов. – СПб.: Питер, 2006. – 416 с.
273. Ческидов Б. М. Развитие банковских операций с ценными бумагами / Б. М. Ческидов. – М.: Финансы и статистика, 1997. – 336 с.
274. Честерфилд Ф. Письма к сыну / Ф. Честерфилд. – <http://lib.ru/FILOSOF/CHESTERFILD/letters.txt>.
275. Шепелев Л. Е. Акционерные компании в России / Л. Е. Шепелев. – Л.: Наука, 1973. – 344 с.
276. Шепелев Л. Е. Акционерные компании и торговые дома / Л. Е. Шепелев // Россия. 1913 год. Статистико-документальный справочник. – http://lost-empire.ru/index.php?option=com_content&task=view&id=208&Itemid=9.
277. Шепелев Л. Е. Акционерный капитал в России / Л. Е. Шепелев // История финансовой политики в России: Сборник статей. – СПб.: С.-Петербургский ун-т, 2000. – С. 50–85.
278. Шимов Я. Австро-Венгерская империя / Я. Шимов. – М.: Эксмо, 2003. – 608 с.
279. Шпенглер О. Закат Европы. Очерки морфологии мировой истории. Гештальт и действительность / О. Шпенглер. – М.: Мысль, 1998. – 663 с.
280. Шрёдер Э. Уоррен Баффет. Лучший инвестор мира / Э. Шрёдер. – М.: Изд-во «Манн, Иванов и Фербер», 2012. – 797 с.
281. Шумпетер Й. А. История экономического анализа / Й. А. Шумпетер. – В 3 т. Т. 2. – СПб.: Экономическая школа, 2004. – 496 с.
282. Эйити Сибусава. Беседы дождливыми вечерами / Сибусава Эйити. – М.: Научная книга, 2002. – 248 с.
283. Экономический обзор 1900 г. // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1901. – № 7. – С. 365–372.
284. Энгельс Ф. Английский билль о десятичасовом рабочем дне // Маркс К., Энгельс Ф. Соч. Т. 7. – С. 250–251. – <http://www.informaxinc.ru/lib/marx/07.html>.
285. Энгельс Ф. Протекционизм и свобода торговли / Ф. Энгельс // Маркс К. Энгельс Ф. Собрание сочинений. – Т. 21. – <https://www.marxists.org/russkij/marx/cw/t21.pdf>.
286. Энгельс Ф. Третий международный обзор // К. Маркс, Ф. Энгельс. Собр. соч. – Т. 7. – С. 454. – <http://www.informaxinc.ru/lib/marx/07.html>.
287. Эренбург И. Люди, годы, жизнь / И. Эренбург. – В 3 т. Т. 2. – М.: Текст, 2005. – 570 с.
288. Юровский Л. Н. Финансовая и экономическая политика графа Витте / Л. Н. Юровский // Русские ведомости. – 1915. – 1 марта. – № 49. – С. 4.

289. Япония // Вестник финансов, промышленности и торговли. – 1901. – № 9. – С. 504–505.
290. A Black Account // *Financial Times*. – 1914. – 28 July.
291. A Global History of Accounting. Financial Reporting and Public Policy: Europe / Ed. by G. J. Previts, P. Walton, P. Wolnizer. – London: Emerald; University of Sydney, 2010. – 302 p.
292. A History of Banking in all the Leading Nations. Vols 1–4. Vol. 4. Germany, Austria-Hungary, Netherlands, Scandinavian Nations, Japan, China. – New York: The Journal of Commerce and Commercial Bulletin, 1896. – 599 p.
293. Ahamed L. Lords of finance. 1929, the Great Depression, and the bankers who broke the world / L. Ahamed. – L.: Windmill Books, 2010. – 564 p.
294. Albrecht C. The Decision to Establish Savings Banks in Bohemia, 1825–1870 / C. Albrecht // *Economic Development in the Habsburg Monarchy and in the Successor States. Essays*. Edited by John Komlos. – New York: Columbia University Press, 1990. – P. 75–88.
295. Allen F. L. Only yesterday: an informal history of the 1920's / F. L. Allen. – New York: Harper, 1931. – 285 p.
296. Amendt A. Beg Women for Millions. Hetty Green / A. Amendt // *The Wahington Times Magazine*. – 1907. – December 8. – P. 5.
297. American railway securities unfavorably affected by the strikes // *The New York Times*. – 1892. – August 22.
298. American Topics: American Securities // *The New York Times*. – 1865. – October 10.
299. Anderson B. L. Another Victorian Capital Market: A Study of Banking and Bank Investors on Merseyside / B. L. Anderson, P. L. Cottrell // *The Economic History Review, New Series*. – 1875. – Vol. 28. – № 4. – P. 598–615.
300. Anderson B. M. Economics and the Public Welfare / B. M. Anderson. – N. Y.: Laissez Faire Books, 1949. – 602 p.
301. Anderson R. Bagehot on the Financial Crises of 1825... and 2008 / R. Anderson. – <http://research.stlouisfed.org/publications/es/09/ES0907.pdf>.
302. Andrew A. Substitutes for Cash in the Panic of 1907 / A. Andrew // *The Quarterly Journal of Economics*. – 1908 August. – Vol. 22. – P. 497–516.
303. Andrieu C. La Banque sous l'occupation: Paradoxes de l'histoire d'une profession / C. Andrieu. – Paris: Presses de la Fondation Nationale des Sciences Politiques, 1990. – 331 p.
304. Angell N. Europe's Optical Illusion / N. Angell. – London: Simpkin, Marshall, Hamilton, Kent, 1910 (Reprint. – London: Nabu Press, 2010). – 126 p.
305. Angly E. Oh, Yeah? / E. Angly. – New York: Viking, 1931. – 64 p.
306. Animated Scenes at the Stock Exchanges // *The Globe*. – 1914. – 31 July.
307. Annual Register or a View of the History, Politics, and Literature of the year 1825. – L.: Baldwin and Cradock. – P. 122–123.
308. Arbulu P. La Bourse de Paris au XIX siècle: efficience et performance d'un marché financier émergent / P. Arbulu. – Paris: Connaissances et Savoirs, 2007. – 237 p.
309. Armaments: The Iron Master // *The Time*. – 1949. – January 24, Monday.
310. Asher G. M. Henry Hudson, the Navigator: The Original Documents in Which His Career Is Recorded. – London: Cosimo Inc., 2009. – 526 p.
311. Atlantic Ports and the First Globalization, 1850–1930 / Ed. by M. S. Bosa. – N. Y.: Palgrave – Macmillan, 2014. – 203 p.
312. Augustine D. L. The Banker in German Society / D. L. Augustine // *Finance and Financiers in European History, 1880–1960* / Ed. by Youssef Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 1992. – P. 161–185.

313. Aydalot P. High Technology Industry and Innovative Environments: The European Experience / P. Aydalot. – London: Routledge, 1988. – 320 p.
314. Babson predicts crash in stocks // The New York Times. – 1929. – Sept. 6. – P. 12.
315. Bacon F. Of Innovations / F. Bacon. – <http://www.authorama.com/essays-of-francis-bacon-25.html>.
316. Bagehot W. Lombard Street: A Description of the Money Market / W. Bagehot. – London, 1873 (Reprint – New York: Scribner, 2005, 2008). – 196 p.
317. Baines E. History of the Cotton Manufacture in Great Britain / E. Baines. – London: R. Fisher and P. Jackson, 1835. – 544 p.
318. Bairoch P. Victoires et deboires. Histoire economique et sociale du mode du XVI siecle a nos jours / P. Bairoch. – 3 vols. Vol. 2 – Paris: Gallimard, 1997. – 662 p.
319. Bairoch P. Europe's Gross National Product: 1800–1975 / P. Bairoch // Journal of European Economic History. – 1976. – № 5. – P. 273–340.
320. Balen M. The King, the Crook and the Gambler. The True Story of the South Sea Bubble and the Greatest Financial Scandal in History / M. Balen. – New York: Harper Collins, 2002. – 246 p.
321. Banking Institutions in Germany // Economist. – 1903. – VIII. 22. – P. 1469–1470.
322. Banks to release millions to-day. Money crisis over // The New York Times. – 1907. – November 25. – <http://query.nytimes.com/search/query?srchst=p>.
323. Banner S. Anglo-American Securities Regulation: Cultural and Political Roots, 1690–1860 / S. Banner. – Cambridge: Cambridge University Press, 2002. – 340 p.
324. Baskin J. B. A History of Corporate Finance / J. B. Baskin, P. J. Miranti. – Cambridge: Cambridge University Press, 1997. – 350 p.
325. Bauniatian M. Geschichte der handelskrisen in England im zusammenhang mit der entwicklung des englischen wirtschaftslebens / M. Bauniatian. – Munchen: E. Reinhardt, 1908. – 312 p.
326. Beaulieu L. A Analysis of Phases of the American Crisis / Beaulieu L. // The New York Times. – 1908. – January 5.
327. Bell C. Old Friends. Personal Recollections / C. Bell. – N. Y.: Harcourt Brace, 1957. – 199 p.
328. Bennet E. Germany And The Diplomacy Of The Financial Crisis, 1931 / E. Bennet. – Cambridge (Massachusetts): Harvard University Press, 1962. – 342 p.
329. Benston G. The Separation of Commercial and Investment Banking: The Glass-Steagal Act Revisited and Reconsidered / G. Benston. – N. Y.: Oxford University Press, 1990. – 263 p.
330. Berend I. An Economic History of Nineteenth Century Europe. Diversity and Industrialization / I. Berend. – Cambridge: Cambridge University, 2013. – 521 p.
331. Berlin banking failures // The New York Times. – 1891. – November 15.
332. Berliners Calm in Money Crisis // The New York Times. – 1931. – July 17.
333. Bernanke B. [Ed.] Essays on the Great Depression / B. Bernanke. – Princeton, NJ.: Princeton University Press, 2000. – 310 p.
334. Bernanke B. Deflation and Monetary Contraction in Great Depression / B. Bernanke, I. Mihov // Essays on the Great Depression / Ed. by B. Bernanke. – Princeton: Princeton University Press, 2000. – P. 108–160.
335. Bernanke B. Global Imbalances: Recent Developments and Prospects. At the Bundesbank Lecture (September 11, 2007 Berlin, Germany) / B. Bernanke. – P. 13–17.
336. Bernanke B. Nominal Wage Stickiness and Aggregate Supply in the Great Depression / B. Bernanke, K. Carey // Quarterly Journal of Economics. – 1996. – Vol. 111. – № 3. – P. 853–883.

337. Bernanke B. The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach / B. Bernanke // *Journal of Money, Credit and Banking*. – 1995. – Vol. 27. – № 1. – P. 1–28.
338. Bernstein J. Japanese Capitalism / J. Bernstein // *Creating Modern Capitalism. How Entrepreneurs, Companies, and Countries Triumphed in Three Industrial Revolutions*. – Cambridge: Harvard University Press, 1997. – Ed. by T. McCraw. – P. 439–489.
339. Block M. *Statistique de la France comparee avec les autres etats de l'Europe* / M. Block. – 2 vols. Vol. II. – Paris: Amyot, 1860. – 341 p.
340. Bonn M. *Wandering Scholar* / M. Bonn. – N. Y.: The John Day Co., 1948. – 403 p.
341. Bonney R. The Apogee and Fall of French Rentier Regime / R. Bonney // *Paying for the liberal state: the rise of public finance in nineteenth-century Europe* [Ed. Cardoso J., Lains P.]. – Cambridge: Cambridge University Press, 2010. – 310 p.
342. Borchart J. *Der europäische Eisenbahnkönig Bethel Henry Strousberg* / Borchart J. – Munich: C.H. Beck, 1991. – 352 s.
343. Bordo M. Was Expansionary Monetary Policy Feasible During the Great Contraction? An Examination of the Gold Standard Constraint / M. Bordo, E. Choudhuri, A. Schwartz // *Exploration in Economic History*. – 2002. – № 39. – P. 1–28.
344. Boyle A. *Montagu Norman* / A. Boyle. – London: Cassel, 1967. – 349 p.
345. Branda P. *Le prix de la gloire: Napoléon et l'argent* / P. Branda. – Paris: Fayard, 2007. – 634 p.
346. British Academy Forum Letter to her majesty the queen 22 July 2009. – <https://www.britac.ac.uk/events/archive/forum-economy.cfm>.
347. Brogan D. W. *France under the Republic: The development of modern France (1870–1939)* / D. W. Brogan. – N. Y.: Harper, 1940. – 744 p.
348. Brooks D. *Bobos in Paradise: The New Upper Class and How They Got There* / Brooks D. – N. Y.: Thorndike Press, 2001. – 404 p.
349. Brown B. *Monetary Chaos in Europe: The End of an Era* / B. Brown. – London: Croom Helm, 1988. – 302 p.
350. Brown W. B. *International Economics In the Age of Globalization* / W. B. Brown, J. S. Hogendorn – Toronto: University of Toronto Press, 2000. – 792 p.
351. Bruner R. F. *The Panic of 1907. Lessons Learned from the Market's Petrfect Storm* / R. F. Bruner, S. D. Carr. – New Jewrsey: John Wiley & Sons, 2007. – 268 p.
352. Büchel H. *Die Finanzen Japans* / H. Büchel. – Essen: Bädeker, 1908. – 222 s.
353. Bullock H. *The Story of Investment Companies* / H. Bullock. – N. Y.: Columbia University Press, 1959. – 305 p.
354. Burgin A. *The Great Persuasion. Reinventing Free Markets since the Depression* / A. Burgin. – Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 2012. – 303 p.
355. Burk K. *Money and Power: the shift from Great Britain to the United States* / K. Burk // *Finance and Financiers in European History, 1880–1960* / Ed. by Youssef Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 1992. – P. 359–369.
356. Burk K. *Morgan Grenfell 1838–1988. The Biography of a Merchant Bank* / Burk K. – Oxford: Oxford University Press, 1989. – 368 p.
357. Bytheway S. J. *Investing Japan. Foreign Capital, Monetary Standards, and Economic Development, 1859–2011* / S. J. Bytheway. – Cambridge (Mass.): Harward University Press, 2014. – 286 p.
358. Cain P. *Economics and Empire* / P. Cain // *The Oxford History of the British Empire* / ed. Porter A. – 5 vols. Vol. 3. – Oxford: Oxford University Press, 1999. – P. 31–52.

359. Cain P. J. *Financial Capitalism and Imperialism in Late Victorian and Edwardian England* / P. J. Cain // *Money, Finance and Empire, 1790–1960* [ed. by A. N. Porter, R. F. Holland]. – London: Routledge, 1985. – P. 1–29.
360. Cain P. J. *Gentlemanly Capitalism and British Expansion Overseas* / P. J. Cain, A. G. Hopkins // *Economic History Review*. – 1986. – Vol. XXXIX, № 4. – P. 521–525.
361. Cain P. J. *British Imperialism* / P. J. Cain, A. G. Hopkins. – London: Pearson Education, 2002. – 739 p.
362. Cairncross A. K. *Home and Foreign Investment 1870–1913* / A. K. Cairncross. – Cambridge: Cambridge University Press, 1953. – 251 p.
363. Calwer R. *Das Wirtschaftsjahr 1907* / R. Calwer. – Jena, 1907. – Teil I. – 320 s.
364. Calwer R. *Das Wirtschaftsjahr jahresbericht über den wirtschaftsund arbeitsmarkt* / R. Calwer. – Jena, 1904. – Teil II. – 375 s.
365. Cameron R. *A Concise Economic History of the World: From Paleolithic Times to the Present* / R. Cameron, L. Neal. – Oxford: Oxford University, 2002. – 480 p.
366. Cameron R. *Banking in the Early Stages of Industrialization. A study in comparative economic history* / R. Cameron. – New York: Oxford University, 1967. – 349 p.
367. Cameron R. *E. France and the Economic Development of Europe. 1800–1914* / R. Cameron. – Princeton: Princeton University Press, 1961. – 586 p.
368. Capie F. *Concentration in British Banking, 1870–1920* / F. Capie, G. Rodrick-Bali // *Business History*. – 1982. – Vol. 24. – № 3. – P. 280–292.
369. Capie F. *Disintegration of the International Economy Between the Wars* / F. Capie // *The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today* [Ed. by N. Crafts, P. Fearon]. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – P. 140–164.
370. *Capital Application in 1909* // *The Economist*. – 1910. – January 1. – P. 5–6.
371. Carandini G. *Racconti della civita capitalista. Dalla Venezia del 1200 al mondo del 1939* / Carandini G. – Roma: Laterza, 2012. – 557 p.
372. Carosso V. *Investment Banking in America. A History* / Carosso V. – Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1970. – 904 p.
373. Carswell J. *The South Sea Bubble* / J. Carswell. – London: Cresset Press, 1960. – 334 p.
374. Cassis Y. *Capitals of Capital. A History of International Financial Centres, 1780–2005* / Y. Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 2006. – 385 p.
375. Cassis Y. *City Bankers, 1890–1914* / Y. Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 1994. – 350 p.
376. Cassis Y. *Crises and Opportunities. The Shaping of Modern Finances* / Y. Cassis. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – 200 p.
377. Casson M. A. *Entrepreneurship in Britain, 1830–1900* / M. Casson, A. Godley // *The invention of enterprise: entrepreneurship from ancient Mesopotamia to modern times* / Ed. by David S. Landes, Joel Mokyr, and William J. Baumol. – Princeton (New Jersey): Princeton University Press, 2010. – P. 211–242.
378. Chandler L. V. *Benjamin Strong: Central Banker* / L. V. Chandler. – Washington, DC: Brookings Institute, 1958. – 495 p.
379. Chapman S. *The Rise of Merchant Banking* / S. Chapman. – L.: Taylor & Francis, 1984. – 224 p.
380. Checkland O. *Britain`s Encounter with Meiji Japan, 1868–1912* / O. Checkland. – L.: Macmillan, 1989. – 357 p.
381. Chernow R. *House of Morgan: An American Banking Dynasty and the Rise of the Modern Finance* / R. Chernow. – N. Y.: Atlantic Monthly Press, 1990. – 812 p.

382. Chiswick B. International Migration and the Integration of Labor Markets / B. Chiswick, T. Hatton // *Globalization in Historical Perspective* [Ed. M. Bordo]. – Chicago: University of Chicago Press, 2007. – P. 65–120.
383. City Gossip // *Daily Graphic*. – 1914. – 1 August.
384. Clapham J. The Bank of England. A History. 2 vols. V. 2. 1797–1914 / J. Clapham. – Cambridge: CUP Archive, 1958. – 765 p.
385. Clapham J. The Bank of England: A History / J. Clapham. 2 vols. Vol. 2. – Cambridge: Cambridge University Press, 1944. – 458 p.
386. Clark P. British Clubs and Societies, 1580–1800: The Origins of an Association World / P. Clark. – Oxford: Oxford University Press, 2000. – 548 p.
387. Clark V. History of Manufactures in the United States / V. Clark. – 2 vols. Vol 1. – N. Y. McGraw-Hill Book Company, 1929. – 733 p.
388. Clebaner B. J. American Commercial Banking: A History / B. J. Clebaner. – Washington: Beard Books, 1990. – 296 p.
389. Cleveland E. Railroad Promotion and Capitalization in the United States / E. Cleveland, F. Powell. – N.Y.: Longmans, Green and Co, 1909. – 368 p.
390. Cleveland H. Citibank. 1812–1970 / H. Cleveland., T. Huertas. – Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1985. – 456 p.
391. Collins M. Money and Banking in the UK: A History / M. Collins. – London: Routledge, 2012. – 656 p.
392. Commerce and Industry: Tables of statistics for the British Empire from 1815. Edited by William Page. – L.: Constable and Co., Ltd., 1919. – 239 p.
393. Commercial and Money Affairs. Sales at the Stock Exchange Stock Exchange Lloyds // *The New York Times*. – 1857. – July 23.
394. Common Stock Price Movements in Selected Nations, 1918–1929 // *New York Times*. – 1921. – January 1.
395. Copper C. Zwischen Marktwirtschaft und Dirigismus: Bankenpolitik im “Dritten Reich”, 1933–1939 / C. Copper. – Bonn: Bouvier Verlag, 1995. – 400 s.
396. Corey L. The House of Morgan. Social Biography of the Masters of Money. – N. Y.: AMS Press, 1930 (Reprint. – 1969.) – 479 p.
397. Cottrell P. L. The Domestic Commercial Banks and the City of London, 1870–1939 / P. L. Cottrell // *Finance and Financiers in European History, 1880–1960* / Ed. by Youssef Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 1992. – P. 39–62.
398. Crafts N. Depression and Recovery in the 1930s: An Overview / N. Crafts, P. Fearon // *The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today* [Ed. by N. Crafts, P. Fearon]. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – P. 1–44.
399. Crafts N. F. R. Industrial Revolution in England and France: Some Thoughts on the Question «Why Was England First»/ N. F. R. Crafts // *The Economics of Industrial Revolution* / Ed. by J. Mokyr. – New York: Rowman & Littlefield Publishers, Inc. – P. 119–131.
400. Crafts N. The 1930s: Understanding the Lessons / N. Crafts, P. Fearon // *The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today* [Ed. by N. Crafts, P. Fearon]. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – P. 45–73.
401. Crouzet F. Capital Formation in Great Britain during Industrial Revolution / F. Crouzet // *Capital Formation in the Industrial Revolution* / Ed. by F. Crouzet. – London: Taylor & Francis, 1972. – P. 162–222.
402. Crouzet F. Commerce exterieur et empire: L'Experience britannique du libre-exchange a la Premiere Guerre mondiale / F. Crouzet // *Annales ESC*. – 1964. – Vol. 19/2. – P. 281–310.
403. Crowd See Market History Made // *The New York Times*. – 1929. – October 30.

404. Dakers C. *A Genius for Money. Business, Art and the Morrisons* / C. Dakers. – New Haven: Yale University Press, 2011. – 326 p.
405. Dana Noyes A. *The Market Place: reminiscences of a financial editor* / A. Dana Noyes. – Boston: Little, Brown & Company, 1938. – 384 p.
406. Daudin G. *Globalization, 1870–1914* / G. Daudin, M. Morys, K. O'Rourke // *The Cambridge Economic History of Modern Europe*. 2 Vols. – Vol. 2. 1870 to the present. – Cambridge: Cambridge University Press, 2010. – 468 p.
407. Dauntton M. J. *Finance and Politics: Comments* / M. J. Dauntton // *Finance and Financiers in European History, 1880–1960* / Ed. by Youssef Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 1992. – P. 283–290.
408. Davis L. E. A. *The Export of British Finance, 1965–1914* / L. E. Davis, R. A. Huttenback // *Money, Finance and Empire, 1790–1960* [ed. by A. N. Porter, R. F. Holland]. – London: Routledge, 1985. – P. 28–76.
409. Davis L. E. *Evolving financial markets and international capital flows: Britain, the Americas, and Australia, 1865–1914* / L. E. Davis, R. E. Gallman. – Cambridge: Cambridge University Press, 2001. – 986 p.
410. Davis L. E. *International Capital Markets and American Economic Growth, 1820–1914* / L. E. Davis, L., R. J. Cull. – Cambridge: Cambridge University Press, 2002. – 180 p.
411. Davis L. E. *Mammon and the Pursuit of Empire: The Political Economy of British Imperialism, 1860–1912* / L. E. Davis, R. A. Huttenback. – Cambridge: Cambridge University Press, 1988. – 408 p.
412. Davis L. *Micro rules and macro outcomes: the impact of micro structures on the efficiency of security exchanges*, London, New York and Paris, 1800–1914 / L. Davis, L. Neal // *American Economic Review*. – 1998. – Vol. 88. – № 2. – P. 40–45.
413. Davis S. *Civil Society and Civil Economy* / S. Davis. – www.cipe.org/pdf/publications/fs/FS_Stephen_Davis.pdf.
414. Dawson F. G. *The First Latin American Debt Crisis: The City of London and the 1822–25 Loan Bubble* / F. G. Dawson. – New Haven: Yale University Press, 1990. – 320 p.
415. Defoe D. *The Complete English Gentleman (1890)* / D. Defoe, K. D. Bülbring. – Lonfon: D. Nutt, 1890. – 295 p.
416. Defoe D. *The Complete English Tradesman* / D. Defoe. – <http://www.gutenberg.org/files/14444/14444-h/14444-h.htm>.
417. Defoe D. *The True-Born Englishman* / D. Defoe. – <http://www.luminarium.org/editions/trueborn.htm>.
418. DeLong J. B. *Slouching Toward Utopia? 20th Century Economic History* / J. B. DeLong. – http://econ161.berkeley.edu/TCEH/Slouch_Finance9.html.
419. Dieterici K. *Handbuch der Statistik des preussischen Staates* / K. Dieterici. – Berlin: Mittner und Gohn, 1861. – 717 s.
420. Dieterici K. *Der Volkswohlstand im preussischen Staate: in Vergleichungen aus den Jahren vor 1806 und von 1828 bis 1832, so wie aus der neuesten Zeit, nach statistischen Ermittlungen und dem Gange der Gesetzgebung aus amtlichen Quellen* / K. Dieterici. – Berlin: Druck und Verlag von Ernst Siegfried Mittler, 1846. – 264 s.
421. Dimson E. *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns* / E. Dimson, P. Marsh, M. Stanton. – Princeton, MA: Princeton University Press, 2002. – 320 p.
422. Douglas W. *Democracy and Finance. The Addresses and Public Statements of W.O. Douglas as Member and Chairman of the Securities and Exchange Commission* / W. Douglas. – New Haven, Conn.: Yale University Press, 1940. – 301 p.

423. Downing N. W. Transatlantic Paper and the Emergence of the American Capital Market / N. W. Downing // *The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets* / Ed. by W. N. Goetzmann, K. G. Rouwenhorst. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – P. 271–298.
424. Dulles F. R. Labor in America / F. R. Dulles. – N. Y.: Thomas Y. Crowell Company, 1949. – 402 p.
425. Dunn R. American Foreign Investment / R. Dunn. – New York: B.W. Huebsch and the Viking Press, 1926. – 421 p.
426. Doane R. The measurement of American wealth: A study of the monetary measures of the total wealth, income, expenditures, profits, losses, debts and savings of American producers, consumers and institutions, from 1860 to 1933 / R. Doane. – N.Y.: Harper, 1933. – 242 p.
427. Edelstein M. Foreign Investment, Accumulation and Empire, 1860–1914 / M. Edelstein // *Cambridge Economic History of Modern Britain* [ed. R. Floud, P. Johnson]. 3 vols. Vol. 2. Economic Maturity, 1860–1939. – Cambridge: Cambridge University Press, 2004. – P. 191–196.
428. Eichengreen B. Fetters of Gold and Paper / B. Eichengreen, P. Temin // *The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today* [Ed. by N. Crafts, P. Fearon]. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – P. 429–448.
429. Eichengreen B. Globalizing Capital. A History of the International Monetary System / B. Eichengreen. – Princeton: Princeton University Press, 2008. – 265 p.
430. Eichengreen B. Golden Fetters. The Gold Standard and the Great Depression / B. Eichengreen. – N.Y.: Oxford University Press, 1992. – 480 p.
431. Eichengreen B. The Gold Standard and the Great Depression / B. Eichengreen, P. Temin // *Contemporary European History*. – 2000. – Vol. 9. – № 2. – P. 154, 183–207.
432. Eichengreen B. Viewpoint: Understanding the Great Depression / B. Eichengreen // *Canadian Journal of Economics*. – 2004. – Vol. 37. – № 1. – P. 1–27.
433. Eiichi S. The autobiography of Shibusawa Eiichi: from peasant to entrepreneur / Eiichi S. – Tokyo: Teruko Craig, 1994. – 192 p.
434. Esslen J. Konjunktur und Geldmarkt, 1902–1908 / J. Esslen. – Stuttgart: J. G. Cotta, 1909. – 320 s.
435. European banks raise their rates // *The New York Times*. – 1907. – November 11.
436. Evans D. M. Commercial Crisis, 1847–48 / D. Morier Evans. – London: Letts, Son & Steer, 1848. – 147 p.
437. Evans D. M. The History of the Commercial Crisis 1857– 1858 and the Stock Exchange Panic of 1859 / D. M. Evans. – L.: Groombridge, 1859. – 212 p.
438. Evans R. The Third Reich in power, 1933–1939 / R. Evans. – N. Y.: Penguin Press, 2005. – 941 p.
439. Feiler A. Das Ende der Hochkonjunktur. Rückblicke auf das Wirtschaftsjahr 1907 / A. Feiler. – Frankfurt a/M.: Neuer Frankfurter Verlag, 1908. – 40 s.
440. Feiler A. Die Konjunktur-Periode 1907–1913 in Deutschland / A. Feiler. – Jena: G. Fischer, 1914. – 203 s.
441. Feinstein C. National Income, Expenditure and Output of the United Kingdom, 1855–1965 / C. Feinstein. – Cambridge: Cambridge University Press, 1972. – 251 p.
442. Feinstein C. Private International Capital Flows in Europe in the Interwar Period / C. Feinstein, K. Watson // *Banking, Currency and Finance in Europe between the Wars* / Ed. Feinstein C. – Oxford: Clarendon Press, 1995. – 536 p.
443. Ferguson N. Cash Nexus. Money and Power in the Modern World, 1800–2000 / N. Ferguson. – New York: Basic Books, 2001. – 552 p.

444. Ferguson N. *High Financier. The Lives and Time of Siegmund Warburg* / N. Ferguson. – N. Y.: Penguin Press, 2010. – 548 p.
445. Ferguson N. *Paper & Iron. Hamburg Business and German Politics in the Era of Inflation, 1897–1927* / N. Ferguson. – L.: Cambridge University, 1995. – 539 p.
446. Ferguson N. *The Ascent of Money. A Financial History of the World* / N. Ferguson. – N.Y.: The Penguin Press, 2008. – 441 p.
447. Ferguson N. *The House of Rothschild: World's Banker, 1849–1999* / N. Ferguson. – N. Y.: Viking Penguin, 1999. – 1309 p.
448. Ferguson N. *The Pity of War* / N. Ferguson. – L.: Penguin Press, 1998. – 563 p.
449. Ferguson N. *The World's Banker. A History of the House of Rothschild* / N. Ferguson. – L.: Weidenfeld & Nicolson, 1998. – 1039 p.
450. Fergusson A. *When Money Dies. The Nightmare of Deficit Spending, Devaluation and Hyperinflation in Weimar Germany* / A. Fergusson. – N. Y.: Public Affairs, 2010. – 269 p.
451. *Financial Markets: Last Week Reactions in Stocks and the Talk of the Future Crash* // *The New York Times*. – 1929. – September 9.
452. *Financial Situation at Home at Abroad* // *The Economist*. – 1914. – 1 August.
453. *Financiers Ease Tension* // *The New York Times*. – 1929. – October 29.
454. Fisher I. *The Need for Health Insurance* / I. Fisher // *American Labor Legislation Review*. – 1917. – № 7. – P. 10.
455. *Fisher Sees Stocks Permanently High* // *The New York Times*. – 1929. – October 16.
456. *Fisher View is Opposite, Declares No Big Recession in Market Is Due, Because inventions Are Adding to Wealth* // *The New York Times*. – 1929. – September 6. – P. 12.
457. Flandreau M. *Bonds and Brands: Foundations of Sovereign Debt Markets, 1820–1830* / M. Flandreau, J. Flores // *Journal of Economic History*. – 2009. – Vol. 69. – № 3. – P. 646–684.
458. Flandreau M. *Central Bank Cooperation in Historical Perspective: A Sceptical View* / M. Flandreau // *Economic History Review*. – 1997. – Vol. 50. – № 4. – P. 735–763.
459. Flandreau M. *Old sins: Exchange Clauses and European Foreign Lending in 19th Century* / M. Flandreau, N. Sussmann. – 2002. – <http://www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubS-154.pdf>.
460. Flath D. *The Japanese economy* / D. Flath. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – 371 p.
461. Fodor G. *The Boom that Never Was? Latin American Loans in London 1822–1825* / G. Fodor // University of Trento, Italia. Department of Economics Working Papers. № 205. – econpapers.repec.org/paper/trnutwpde/0205.htm.
462. Fogel R. *Railroads and American Economic Growth: Essays in Econometric History* / R. Fogel. – Baltimore: John Hopkins Univ. Press, 1964. – 315 p.
463. Fogel R. W. *The reinterpretation of American economic history* / R. W. Fogel, S. L. Engerman. – New York: Harper & Row, 1971. – 494 p.
464. Ford A. G. *Argentina and the Baring Crisis of 1890* / A. G. Ford // *Oxford Economic Papers*. – 1956. – № 8. – P. 127–160.
465. Forman S. *The Rise of American Commerce and Industry* / S. Forman. – N. Y.: Century, 1927. – 500 p.
466. *France – War Panic and the Bourse-Close of the Coulisse* // *The Economist*. – 1914. – 1 August.
467. *France* // *The Economist*. – 1874. – March 7. – P. 291–292.
468. *France Feels Sure our crisis is over* // *The New York Times*. – 1907. – November 11.

469. Freedman C. Joint-Stock Enterprise in France, 1807– 1867: From Privileged Company to Modern Corporation / C. Freedman. – Chapel Hill, NC: University of North Carolina Press, 1979. – 250 p.
470. French War Finances // *The Economist*. – 1917. – 4 August.
471. Friedman M. A monetary History of the United States. 1867–1960. – New York: National Bureau of Economic Research, 1963. – 860 p.
472. Fromm B. Blood and Banquets: A Berlin Social Diary / B. Fromm. – N. Y.: Harper & Brothers, 1942. – 332 p.
473. Fuller R. L. Phantoms of Fear. The Banking Panic of 1933 / R. L. Fuller. – Jefferson (North Carolina) and London: McFarland & Co Inc. Publishers, 2012. – 279 p.
474. Geisst C. Beggar Thy Neighbor. A History of Usury and Debt / C. Geisst. – Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 2013. – 388 p.
475. Geisst C. Visionary capitalism: financial markets and the American dream in the twentieth century / C. Geisst. – N. Y.: Praeger, 1990. – 191 p.
476. Germany and Austria / *The Economist*. – 1876. – Dec. 9. – P. 1433.
477. Germany. A Crisis Apprehend on the Berlin Bourse // *The New York Times*. – 1873. – October 2. Affairs in Austria // *The New York Times*. – 1873. – October 27.
478. Germany's financial crisis // *The New York Times*. – 1908. – September 23.
479. Gilbert C. Mirrors of Wall Street / C. Gilbert. – N. Y.: Putnam, 1933. – 268 p.
480. Glanz R. The Rothschild Legend in America / R. Glanz // *Jewish Social Studies*. – 1957. – № 19. – P. 3–28.
481. Glass C. An Adventure in Constructive Finance / C. Glass. – N. Y.: Doubleday, 1927. – 423 p.
482. Globalization in Historical Perspective [Ed. M. Bordo]. – Chicago: University of Chicago Press, 2007. – 588 p.
483. Goldsmith R.W. Comparative National Balance Sheets: A Study of Twenty Countries, 1688–1978 / R.W. Goldsmith. – Chicago: University Of Chicago Press, 1985. – 372 p.
484. Gömmel R. Entstehung und Entwicklung der Effektenbörse im 19 Jahrhundert bis 1914 / R. Gömmel // *Deutsche Börsengeschichte* / Rainer Gömmel, Friedrich-Wilhelm Henning, Karl Heinrich Kaufhold, Bernd Rudolph, Rolf Walter. – Frankfurt am Main: Fritz Knapp Verlag, 1992. – S. 135–210.
485. Gooch J. P. The Lessons of 1914–1918 / J. P. Gooch // *Current History*. – 1934, August. – P. 510–525.
486. Good D. Modern Economic Growth in the Habsburg Monarchy / D. Good // *Economic Development in the Habsburg Monarchy and in the Successor States. Essays*. Edited by John Komlos. – New York: Columbia University Press, 1990. – P. 201–220.
487. Gordon J. An Empire of Wealth. The Epic History of American Economic Power / J. Gordon. – N.Y.: Harper, 2004. – 460 p.
488. Gordon M. Voluptuous panic: the erotic world of Weimar Berlin / M. Gordon. – Los Angeles: Feral House, 2006. – 308 p.
489. Gordon T. The Day the Bubble Burst: a social history of the Wall Street crash of 1929 / T. Gordon, M. Morgan-Witts. – N. Y.: Penguin Books, 1980. – 484 p.
490. Great Activity in Government Securities // *The New York Times*. – 1866. – April 25.
491. Gregory P. Russian National Income, 1885–1913 / Gregory P. – N. Y.: Cambridge University Press, 2004. – 376 p.
492. Grossman R. S. Unsettled Account. The Evolution of Banking in the Industrialized World since 1800 / Grossman R. S. – Princeton: Princeton University Press, 2010. – 384 p.

493. Gueslin A. Banks and State in France / A. Gueslin // *Finance and Financiers in European History, 1880–1960* / Ed. by Youssef Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 1992. – P. 51–91.
494. Guetter F. Statistical Tables Relating to the Economic Growth of the United States / F. Guetter, A. McKinley. – Philadelphia: McKinley Pub. Co., 1924. – 32 p.
495. Guinnane T. W. German Debt in the Twentieth Century / T. W. Guinnane // *The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets* / Ed. by W. N. Goetzmann, K. G. Rouwenhorst. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – P. 327–358.
496. Gold and Exchange Shifted fast in 1931 // *The New York Times*. – 1931. – December 31.
497. Hall A. R. The London Capital Market and Australia, 1870–1914. – Canberra: Australian National University, 1963. – 221 p.
498. Hall D. Fred Dibnah's Victorian Heroes / D. Hall. – L.: Corgi Books, 2012. – 496 p.
499. Hallinan C. T. American Investments in Europe / C. T. Hallinan. – L.: Europe Pub. Co. Ltd., 1927. – 89 p.
500. Hamao Y. Listing Policy and Development of the Tokyo Stock Exchange in the Pre-War Period / Y. Hamao, T. Hoshi, T. Okazaki. – 2006. – www2.eu-tokyo.ac.jp/~seido/DP/p68_Okazaki.pdf.
501. Hamilton E. John Law of Lauriston: Banker, Gamester, Merchant, Chief / E. Hamilton // *American Economic Review*. – 1967. – Vol. 57. – № 2. – P. 273–276.
502. Hancock D. Citizens of the world. London merchants and the integration of the British Atlantic Community, 1735–1788 / D. Hancock. – Cambridge: Cambridge University Press, 1997. – 477 p.
503. Harland-Jacobs J. L. Builders of Empire: Freemasonry and British Imperialism, 1717–1929 / J. L. Harland-Jacobs. – Chapel Hills: University of North Carolina Press, 2007. – 400 p.
504. Harr J. The Rockefeller Century / J. Harr, P. Johnson. – N. Y.: Charles Scribner Sons, 1988. – 621 p.
505. Harrington J. The Model of Commonwealth of Oceana (1656) / J. Harrington // *The Political Works of James Harrington* [Ed. J. Pocock]. – Cambridge: Cambridge University Press, 1977. – P. 257–262.
506. Harris R. The Bubble Act: Its Passage and its effect on Business Organizations // R. Harris // *Journal of Economic History*. – 1994. September. – Vol. 54. – № 3. – P. 610–627.
507. Hartman J. An Empire of Trade: Commercial Reason of State in Seventeenth-Century Holland / J. Hartman, A. Weststeijn // *The Political Economy of Empire in the Early Modern World* / Ed. S. A. Reinert, P. Roge. – L.: Palgrave Macmillan, 2013. – P. 11–31.
508. Hasenkamp A. Die wirtschaftliche Krisis des Jahres 1907 in den Vereinigten Staaten von Amerika / A. Hasenkamp. – Jena: G. Fischer, 1908. – 96 s.
509. Hassall C. Edward Marsh, Patron of the Arts, a Biography by Christopher Hassall / C. Hassall. – N. Y. Longmans, 1959. – 732 p.
510. Hau M. Entrepreneurship in France / M. Hau // *The invention of enterprise: entrepreneurship from ancient Mesopotamia to modern times* [Ed. by D. S. Landes]. – Princeton (New Jersey): Princeton University Press, 2010. – P. 305–330.
511. Heine H. Ludwig Borne – em Denkschnft / H. Heine // *Samthche Schriften*. Vol 4. – Munich, 1971. – S. 28.
512. Helfferich K. Das Geld / K. Helfferich. – Berlin: C. L. Hirschfeld, 1903. – 590 s.

513. Helfferich K. Der deutsche Geldmarkt 1895 bis 1902 und Der Kurzfristige Kredit. Die Kreditbanken und Die Krisis (Vereins für Socialpolitik. Vol. 110) / K. Helfferich. – Berlin, 1903. – 482 s.
514. Hidy R. The House of Baring in American Trade and Finance: English Merchant Bankers at Work, 1765–1861 / R. Hidy. – Cambridge, MA: Harvard University Press, 1949. – 631 p.
515. Hirschmeier J. The Development of Japanese Business: 1600–1973 / J. Hirschmeier, T. Yui. – London: Taylor & Francis, 2006. – 344 p.
516. Hirschmeier J. The origins of entrepreneurship in Meiji Japan / J. Hirschmeier. – Cambridge (Massachusetts): Harvard University Press, 1964. – 354 p.
517. Hitler Unites Ranks of the Old Germany to War on Bruning // The New York Times. – 1931. – October 12.
518. Hobson C. K. The Export of Capital / C. K. Hobson. – New York: Garland, 1983. – 264 p.
519. Hobson J. A. Imperialism. A study. / J. A. Hobson. – London: Ann Arbor, 1968. – 408 p.
520. Hof P. Kurswechsel an der Börse Kapitalmarktpolitik unter Hitler und Mussolini. Wertpapierhandel im deutschen Nationalsozialismus (1933–1945) und im italienischen Faschismus (1922–1945) / P. Hof. – München: Martin Meidenbauer Verlagsbuchhandlung, 2008. – 480 s.
521. Holtfrerich C.-L. Frankfurt As a Financial Centre. – Berlin: Verlag C.H. Beck, 1999. – 365 p.
522. Holtfrerich C.-L. Frankfurts Weg zu einem europäischen Finanzzentrum / C.-L. Holtfrerich // Europas Finanzzentren. Geschichte und Bedeutung im 20. Jahrhundert [Ed. Christoph Maria Merki]. – Frankfurt / New York: Campus Verlag, 2005. – S. 53–82.
523. Homer S. A. A History of Interest Rates / S. Homer, A. Sylla. – New Brunswick: Rutgers University Press, 1996. – 688 p.
524. Hoover H. American Individualism / H. Hoover. – N. Y.: Doubleday, Page & Company, 1922. – 72 p.
525. Hoover H. The Challenge to Liberty / H. Hoover. – N.Y.: Charles Scribner's sons, 1934. – 212 p.
526. Hoover H. The Memoirs of Herbert Hoover: The Great Depression, 1929–1941 / H. Hoover. – New York: Macmillan. 1952. – 507 p.
527. Hoshi T. Corporate Financing and Governance in Japan: The Road to the Future / T. Hoshi, A. Kashyap. – Cambridge (Massachusetts): MIT Press, 2004. – 387 p.
528. Howe Q. World diary: 1929–1934 / Q. Howe. – N. Y.: R. M. McBride & company, 1934. – 393 p.
529. Hsu S. Financial Crises, 1928 to the Present / S. Hsu. – Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2013. – 178 p.
530. Hubner O. Jahrbuch für Volkswirtschaft und Statistik / O. Hubner. – Leipzig: H. Hubner Verlag, 1857. – 148 s.
531. Huddleston S. Personalities and the Politics in France / S. Huddleston // Atlantic Monthly. – 1925. – January. – P. 115–121.
532. Hunt R. The Amazing Dr. Strousberg / R. Hunt. – London, Richard Hunt Publishing, 2009. – 196 p.
533. Hutson E. The Evolution of the Managed Funds Industry: Investment Trusts in Nineteenth-century Britain / E. Hutson // Handbook of Research on Stock Market Globalization. – Cheltenham: Edward Elgar, 2012. – P. 137–146.
534. Hutton W. The State We're In / W. Hutton. – London: Cape, 1995. – 352 p.
535. Il y a 500 000 Etrangers a Paris // Le Journal. – 1925. – February 2.

536. Imlah A. *Economic Elements of the Pax Britannica: Studies in British Foreign Trade in the Nineteenth Century* / A. Imlah. – Cambridge (MA): Harvard University Press, 1958. – 240 p.
537. *Investment Trusts and Investment Companies. Part 1. Report of the Securities and Exchange Commission.* – Washington, 1939. – <http://www.jstor.org/pss/1117833>.
538. *Investment Trusts and Investment Companies. Part 3.* – Washington, 1939. – <http://www.jstor.org/pss/1117833>.
539. Jak u nás vznikly papírové peníze. – <http://jeremyho.blog.cz/0902/jak-u-nas-vznikly-papirove-penize-3>.
540. James H. *Europe reborn: a history, 1914–2000* / H. James. – N. Y.: Longman, 2003. – 492 p.
541. James H. *The End of Globalization. Lesson from the Great Depression* / H. James. – Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 2002. – 260 p.
542. Jenks L. H. *The Migration of British Capital to 1875* / L. H. Jenks. – New York: Knopf, 1927. – 446 p.
543. Jones J. *Fifty Billion Dollars: My Thirteen Years with the RFC, 1932–1945* / J. Jones, E. Angly. – N.Y.: McMillan, 1951. – 651 p.
544. Jones T. *A Diary with Letters, 1931–1950.* – Oxford: Oxford University Press, London, 1954. – 582 p.
545. Josephson M. *The Money Lords: The Great Finance Capitalists, 1925–1950* / M. Josephson. – N. Y.: Weybright and Talley, 1972. – 374 p.
546. Juglar C. *Des Crises commerciales et leur retour periodique en France, en Angleterre, et aux Etats-Unis* / C. Juglar. – Paris: Guillaumin, 1862. – 276 p.
547. Juro T. *Were the Banks Really at the Center of the Prewar Japanese Financial System?* / T. Juro // *Bank of Japan. Monetary and Economic Studies.* – 2007. – Vol. 25. – № 1. March. – P. 51–56.
548. Kaufman B. *Efficiency and Expansion: Foreign Trade Organization in the Wilson administration* / B. Kaufman. – Westport (Conn.): Greenwood Press, 1974. – 300 p.
549. Kennedy S. *The Banking Crisis of 1933* / S. Kennedy. – Kentucky: University Press of Kentucky, 1973. – 270 p.
550. Kenwood A. G. *The Growth of the International Economy, 1820–1860* / A. G. Kenwood, L. Allen. – London: Allen and Unwin, 1971. – 392 p.
551. Keynes J. M. *A British View to the Wall Street slump* / J. M. Keynes // *New York Evening Post.* – 1929. – October 25.
552. Keynes J. M. *Advice to Trustee Investors* / J. M. Keynes // *Collected Writings of John Maynard Keynes.* – Vol. XIX. – L.: Macmillan, 1981. – P. 202–206.
553. Keynes J. M. *An Economic Analysis of Unemployment (Harris Lectures, 1931)* / J. M. Keynes // *The collected writings of John Maynard Keynes.* Vol. 13. – L.: Macmillan, 1973. – P. 349–351.
554. Keynes J. M. *Foreign Investment and National Advantage* / J. M. Keynes // *Collected Writings of John Maynard Keynes.* – Vol. XIX. – L.: Macmillan and Co., 1981. – P. 275–284.
555. Keynes J. M. *The Economic Consequences of Peace* / Keynes J. M. – Los Angeles: Indo-European Publishing, 2010. – 146 p.
556. Keynes J. M. *The Progress of the Dawes Scheme* / J. M. Keynes // *Collected Writings.* – Vol. XVIII. – L.: Macmillan & Co, 1978. – P. 275–287.
557. Keynes J. M. *Tract on monetary Reform* / J. M. Keynes // *Collected Writings.* – Vol. 4. – L.: Macmillan, 1981. – P. XVI–XVII.
558. Keynes J. M. *War and the Financial System* / J. M. Keynes // *Economic Journal.* – 1914. – Vol. 24. № 95. – P. 460–486.

559. Kiddy A. US Market Slump Intensifies British Trade Recession / A. Kiddy // *New York Evening Post. Financial and Business Survey.* – 1931. – January 2. – P. 38.
560. Kindleberger C. *The World in Depression, 1929–1939* / C. Kindleberger. – Berkeley: University of California Press, 1986. – 355 p.
561. King T. A. *More Than a Numbers Game. A brief History of Accounting* / T. A. King. – Hoboken (New Jersey): John Wiley & Sons, Inc., 2006. – 242 p.
562. King W. T. C. *History of the London Discount Market* / W. T. C. King. – L.: George Routledge & sons, 1936. – 355 p.
563. Klein E. *Road to Disaster* / E. Klein. – L.: Allen and Unwin, 1940. – 333 p.
564. Klingaman W. K. 1929: the year of the great crash. – N. Y. Harper & Row, 1989. – 393 p.
565. Klubmann U. *Das Kaiserreich. Deutschkand unter preubischer Herrschaft Von Bismarck bis Wilhelm II* / U. Klubmann, J. Mohr. – Munchen: Deutsche Verlags-Anstalt, 2014. – 272 p.
566. Knowles L. *Industrial and Commercial Revolutions in Great Britain during the nineteenth Century* / L. Knowles. – L.: Routledge, 1921. – 416 p.
567. Komlos J. *Financial Innovations and the Demand for Money in Austria-Hungary, 1867–1913* / J. Komlos // *Economic Development in the Habsburg Monarchy and in the Successor States. Essays.* Edited by John Komlos. – New York: Columbia University Press, 1990. – P. 115–121.
568. Kopper C. *Hjalmar Schacht: Aufstieg und Fall von Hitlers mächtigstem Bankier* / C. Kopper. – Munich–Berlin: Hanser, 2006. – 432 p.
569. Krugman P. *Return of the rentier city* / P. Krugman. – <http://krugman.blogs.nytimes.com/2007/10/05/return-of-the-rentier-city/>.
570. Kuczynski J. *Die Geschichte der Lage der Arbeiter unter dem Kapitalismus: Die Geschichte der Lage der Arbeiter in Deutschland von 1789 bis in die Gegenwart* / J. Kuczynski. – Berlin: Tribüne, 1955. – 470 s.
571. Kuznets S. *Modern Economic Growth: Rate, Structure, and Spread* / S. Kuznets. – Yale: Yale Univ Press, 1966. – 546 p.
572. Kynaston D. *The City of London. 2 vols. Vol. 2. Golden Years. 1890–1914* / D. Kynaston. – London: Chatto and Windus, 1995. – 648 p.
573. Kynaston D. *The City of London. Vol. 3. Illusions of Gold, 1914–1945* / D. Kynaston. – L: Chatto & Windus, 2001. – 678 p.
574. *Labor Crisis in Germany* // *The New York Times.* – 1874. – August 25.
575. Lamb C. *The Africa House: The True Story of an English Gentleman and His African Dream* / C. Lamb. – New York: Harper Perennial, 2005. – 432 p.
576. Lamont E. M. *The ambassador from Wall Street: the story of Thomas W. Lamont, J. P. Morgan's chief executive: a biography* / E. M. Lamont. – N. Y.: Madison Books, 1994. – 564 p.
577. Lamont Thomas William // *Current biography*, 1940. – P. 476.
578. Landes D. S. *The Unboud Prometheus. Technical Change and Industrial Development in Western Europe from 1750 to the Present* / D. S. Landes. – Cambridge: Cambridge University Press, 1969. – 566 p.
579. Large D. C. *Berlin* / D. C. Large. – N. Y.: Basic Books, 2000. – 736 p.
580. Lawrence J. S. *Wall Street and Washington* / J. S. Lawrence. – Princeton: Princeton University Press, 1929. – 466 p.
581. Lee C. H. *The British economy since 1700: a macroeconomic perspective* / C. H. Lee. – London: CUP Archive, 1986. – 297 p.
582. Lee J. *New York and the Panic of 1873* / J. Lee // *The New York Times.* – 2008. – October 14. – <http://cityroom.blogs.nytimes.com/2008/10/14/learning-lessons-from-the-panic-of-1873/>.

583. Lefevre E. *Reminiscences of a Stock Operator* (1923) / E. Lefevre. – N. Y.: John Wiley & Sons, 2012. – 260 p.
584. Lefevre E. *The Little Fellow in Wall Street* / E. Lefevre // *The Saturday Evening Post*. – 1930. – January 4.
585. Lefevre E. *When It is Safe to Invest?* / E. Lefevre // *Saturday Evening Post*. – 1932. – August 6.
586. Lerner W. *Historical Statistics of the United States. Colonial Times to 1970* / W. Lerner. – Washington: United States Dept. of Commerce, 2003. – 1926 p.
587. Lévy-Leboyer M. *Histoire économique et sociale de la France depuis 1848* / M. Lévy-Leboyer. – Paris: Cours de Droit, Institut d'études politiques, 1951–1952. – 317 p.
588. Lewin H. *Railway Mania and its Aftermath: 1845–1852 (being a sequel to Early British railways)* / H. Lewin. – New York: A. M. Kelley, 1968. – 526 p.
589. Lewis W. A. *Growth and Fluctuations, 1870–1913* / W. A. Lewis. – London: Allen & Unwin, 1978. – 338 p.
590. Loeb E. *Die Berliner Grossbanken in den Jahren 1896 bis 1902* / E. Loeb // *Die Storungen im dt. Wirtschaftsleben wahrend dj. 1900 ff. Bd. 6*. – Leipzig, 1903. – S. 81–319.
591. Logan S. A. *George F. Baker and His Bank, 1840–1955: a double biography* / S. A. Logan. – N. Y.: S. A. Logan (Privately publishing), 1981. – 472 p.
592. *London Disturbed by Continued Fall* // *The New York Times*. – 1929. – October 30.
593. Lowenfeld H. *Investment practically considered* / H. Lowenfeld. – London: The Financial review of reviews, 1909. – 432 p.
594. Lowenfeld H. *The Investment of Trust Funds in the Safest and Most Productive* / H. Lowenfeld. – London, 1911 (Reprint. – Nabu Press, 2012). – 106 p.
595. Lundberg F. *America's 60 Families* / F. Lundberg. – N. Y.: Vanguard Press, 1937. – 578 p.
596. Lynch D. *The Concentration of Economic Power* / D. Lynch. – N.Y.: Columbia University Press, 1946. – P. 118.
597. Mackay C. *Extraordinary Popular Delusions And The Madness Of Crowds* (1852) / C. Mackay. – N. Y.: Page & Co, 1960. – 656 p.
598. Macleod C. *The 1690s Patents Boom – Invention of Stock Jobbing* / C. Macleod // *Economic History Review*. – 1986. November. – Vol. 39. – №. 4. – P. 549–571.
599. Maddison A. *Dynamic Forces in the Capitalist Development* / A. Maddison. – Oxford: Oxford University Press, 1991. – 333 p.
600. Magee G. B. *Empire and Globalisation. Networks of People, Goods and Capital in the British World, 1850–1914* / G. B. Magee, A. S. Thompson. – Cambridge: Cambridge University Press, 2010. – 291 p.
601. Marichal C. *A century of Debt Crises in Latin America: From Independence to the Great Depression, 1820–1930* / C. Marichal. – Princeton: Princeton University Press, 1989. – 238 p.
602. *Markets and the Crisis: Consols Comparatively Steady* // *Financial Times*. – 1914. – 29 July.
603. *Markets and the Crisis: Selling Centralised on London* // *Financial Times*. – 1914. – 29 July.
604. Marseille J. *The Phases of French Colonial Imperialism: Towards a New Periodization* / J. Marseille // *Money, Finance and Empire, 1790–1960* [ed. by A. N. Porter, R. F. Holland]. – London: Routledge, 1985. – P. 127–141.
605. Marshall B. K. *Capitalism and Nationalism in pre-war Japan: The Ideology of the Business Elite* / B. K. Marshall. – Stanford: Stanford University Press, 1967. – 163 p.

606. Mason A. T. *Brandeis: A Free Man's Life* / A. T. Mason. – N. Y.: Viking, 1946. – 713 p.
607. Mathias P. Who Unbound Prometheus? Science and Technical Change, 1600–1800 / P. Mathias // *Bulletin of Economic Research*. – 1969. – Vol. 21. – P. 3–16.
608. Matsukata M. *Report on the Adoption of the Gold Standard in Japan* / M. Matsukata. – Tokyo: Government Press, 1899. – 389 p.
609. Mauro P. *Emerging markets and Financial Globalisation* / P. Mauro, N. Sussman, Y. Yafeh. – Oxford: Oxford Univ. Press, 2006. – 197 p.
610. Mayhew H. *German Life and Manners as Seen in Saxony at the Present Day* / H. Mayhew. – London: W.H. Allen & Co., 1864. – Vol. 2. – 682 p.
611. McDonald F. Insull: The Rise and Fall of a Billionaire Utility Tycoon / F. McDonald. – Chicago: University of Chicago Press, 1962. – 400 p.
612. McElvaine R. S. *The Great Depression/ America, 1929–1941* / R. S. McElvaine. – N. Y.: Three Rivers Press, 2009. – 402 p.
613. McGrane R. *The Economic Development of the American Nation* / R. McGrane. – Boston: Ginn and Company, 1942. – 691 p.
614. McMullen F. D. *Army of Woman, who Watch the Ticker, Queen Nefertiti* / F. D. McMullen // *The New York Times*. – 1929. – March 31.
615. McNeil W. *American Money and the Weimar Republic: Economics and Politics on the Eve of the Great Depression* / W. McNeil. – N. Y.: Columbia University Press, 1986. – 532 p.
616. Michie R. *The City of London. Continuity and Change, 1850–1990* / R. Michie. – L.: Macmillan, 1992. – 238 p.
617. Michie R. *The Global Securities Market. A History* / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006. – 395 p.
618. Michie R. *The London and New York Stock Exchanges, 1850–1914* / R. Michie. – L.: Allen and Unwin, 1987. – 328 p.
619. Michie R. *The London Stock Exchange* / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2004. – 682 p.
620. Michie R. *The London Stock Exchange. 1-st edition* / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 1999. – 682 p.
621. Michie R. *The Stock Market and the Corporate Economy: a Historical Overview* / R. Michie // *Handbook of Research on Stock Market Globalization* / Ed. by G. Potrais. – Cheltenham (UK): Edward Elgar, 2012. – P. 28–67.
622. Minsky H. *A Theory of Systemic Fragility* / H. Minsky // *Financial Crises: Institutes and Markets in a Fragile Environment* [Eds. E. Altman, A. Sametz]. – N. Y.: Wiley, 1977. – P. 138–152.
623. Mises L. von. *Die Entwicklung des Gutsherrlich-Bauerlichen Verhältnisses in Galizien (1772–1848)* / L. von Mises. – Wien und Leipzig: Franz Deuticke, 1902. – 144 p.
624. Mitchell B. R. *British Historical Statistics* / B. R. Mitchell. – Cambridge: Cambridge University, 1988. – 891 p.
625. Mitchell W. C. *Business Cycles and Unemployment: Report and Recommendations of a Committee of the President's Conference on Unemployment, Including an Investigation Made Under the Auspices of the National Bureau of Economic Research* / W. C. Mitchell. – New York: McGraw-Hill, 1923. – 405 p.
626. Mitchener K. *Blood and Treasure: Exiting the Great Depression and Lessons for Today* / K. Mitchener, J. Mason // *The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today* [Ed. by N. Crafts, P. Fearon]. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – P. 395–428.
627. Mixon S. *The Crisis of 1873: Perspectives from Multiple Asset Classes* / S. Mixon. – 2007. – http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=761964.

628. Moen J. The Bank Panic of 1907: The Role of Trust Companies / J. Moen, E. Talmann // *Journal of Economic History*. – 1992. – Vol. 52. – № 3. – P. 611–630.
629. Mokyr J. The Enlightened Economy. An Economic History of Britain 1700–1850 / J. Mokyr. – New Haven: Yale University Press, 2009. – 564 p.
630. Mokyr J. The Industrial Revolution an the New Economic History / J. Mokyr // *The Economics of Industrial Revolution* / Ed. by J. Mokyr. – New York: Rowman & Littlefield Publishers, Inc., 1985. – P. 1–52.
631. Moley R. After Seven Years / R. Moley. – N. Y.: Harper, 1939. – 446 p.
632. Money Crisis due to Hoarding-Hill // *The New York Times*. – 1857. – November 11. – <http://query.nytimes.com/search/query?srchst=p>.
633. Money Market // *The Times*. – 1873. – 11 November.
634. Money Market and City Intelligence // *The Times*. – 1873. – 21 November.
635. Money Plentiful in London // *The New York Times*. – 1892. – January 24.
636. Moody J. The Masters of Capital. A Chronicle of Wall Street // J. Moody. – New Haven: Yale University Press, 1921. – 234 p.
637. Moody J. The truth about the trusts: a description and analysis of the American trust movement / J. Moody. – New York: Greenwood Press, 1904 (Reprint. – 1968). – 514 p.
638. Morawski W. Historia Finansow Wspolczesnego Swiata Od 1900 Roky / W. Morawski. – Warszawa: Difin, 2008. – 127 s.
639. Moreau E. The golden franc: memoirs of a governor of the Bank of France: the stabilization of the franc (1926–1928) / E. Moreau. – Boulder (Co): Westview Press, 1991. – 574 p.
640. Morgan E. V. Studies in British Financial Policy, 1914–15 / E. V. Morgan. – L.: Macmillan, 1952. – 388 p.
641. Mulhall M. The Dictionary of Statistics / M. Mulhall. – L.: Routledge, 1909. – 892 p.
642. Murphy A. John Law: Economic Theorist and Policy-Maker / A. Murphy. – Oxford: Clarendon Press, 1997. – 392 p.
643. Neal L. The Financial Crisis of 1825 and the Restructuring of the British Financial System / L. Neal // *Federal Reserve Bank of St. Louise. Review*. – 1998. – May–June. – P. 53–76.
644. Neal L. The rise of financial capitalism. International capital markets in the Age of Reason / L. Neal. – Cambridge: Cambridge University Press, 1990. – 278 p.
645. Neal L. / Why Did Finance Capitalism and the Second Industrial Revolution Arise in the 1890s? / Neal L., Davis L. // *Financing Innovation in the United States, from 1870 to the Present* / Ed. by N. Lamoreaux, K. Sokoloff. – Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 2009. – P. 129–161.
646. Nelson R. Institution supporting technical change in the United States / R. Nelson // *Technical change and economic theory* / Ed. G. Dosi. – London: Pinter, 1988. – P. 319–329.
647. Neumann-Spallart F. Ubersichten der Weltwirtschaft, Jahrgang 1885–1889 / F. Neumann-Spallart. – Berlin: Verlag fur Sprach-und Handelswissenschaft, 1896. – 766 s.
648. Neuwirth J. Bankacte Und Bankstreit In Oesterreich-Ungarn, 1862–1873 (1873) / J. Neuwirth. – Wien: Kessinger Publishing's (Photocopy Edition), 2010. – 502 s.
649. Noble H. The New York Stock Exchange in the Crisis of 1914 / H. Noble. – N. Y.: The Country life press, 1915. – 89 p.
650. Nonn C. Bismarck. Ein Preube und sein Jahrhundert / C. Nonn. – Munchen: C. H. Beck Verlag, 2015. – 400 s.
651. Not a credit crisis // *The New York Times*. – 1907. – March 17.

652. Noyes A. D. Forty years of American finance / A. D. Noyes. – N. Y.: G. P. Putnam's Sons, 1909 (Reprint. – Ayer Publishing, 1980). – 418 p.
653. Noyes A. Forty Years of American Financial History / A. Noyes. – N.Y.: Putnam, 1898. – 418 p.
654. O'Rourke K. Globalization and History. The Evolution of a Nineteenth Century Atlantic Economy / K. O'Rourke, J. Williamson. – Cambridge: MIT Press, 1999. – 343 p.
655. O'Sullivan M. Funding new Industries: A Historical Perspective on the Financial Role of the U.S. Stock Market in the Twentieth Century / M. O'Sullivan // Financing Innovation in the United States, from 1870 to the Present / Ed. by N. Lamoreaux, K. Sokoloff. – Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 2009. – P. 163–216.
656. Obstfeld M. Sovereign Risk, Credibility and the Gold Standard: 1870–1913 versus 1925–1931 / M. Obstfeld, A. Taylor // Economic Journal. – 2003. – № 13. – P. 241–275.
657. Oechelhaeuser W. Die wirtschaftliche Krisis / W. Oechelhaeuser. – Berlin: J. Springer, 1876. – 638 s.
658. Oesterreichische Nationalbank. 1816–1818. Zeit der Gründung und des Provisoriums. – http://www.oenb.at/de/ueber_die_oenb/bankh_archiv/geschichte_der_oenb/1816_bis_1818/18161818.jsp.
659. Ohkawa K. Japanese Economic Growth: trend acceleration in the twentieth century / K. Ohkawa, H. Rosovsky. – Stanford: Stanford University press, 1973. – 327 p.
660. Orbell J. Baring Brothers & Co., Limited: A History to 1939 / J. Orbell. – L.: Baring Brothers & Company, 1995. – 93 p.
661. Ormesson W. La grande crise mondiale de 1857 / W. Ormesson. – Paris: Maurice d'Hartoy, 1933. – 137 p.
662. Österreichisch-Ungarische Monarchie (Geschichte: 1809–1815). – www.peter-hug.ch/lexikon/12_0515.
663. Our Securities Abroad // The New York Times. – 1866. – August 28.
664. Palmade G. P. French Capitalism in the Nineteenth Century / G. Palmade, G. Holmes. – L.: David & Charles PLC, 1972. – 248 p.
665. Palyi M. The Twilight of Gold, 1914–1936: Myths and Realities / M. Palyi. – Chicago: H. Regnery Company, 1972. – 365 p.
666. Parker S. The Great Crash. How the Stock Market Crash of 1929 Plunged the World into Depression / S. Parker. – L.: Piatkus, 2008. – 310 p.
667. Parkinson J. War, Peace and the Rise of the London Stock Market / J. Parkinson // The Political Economy of Empire in the Early Modern World / Ed. S. A. Reinert, P. Roge. – L.: Palgrave Macmillan, 2013. – P. 131–146.
668. Parrish M. Anxious Decades / M. Parrish. America in Prosperity and Depression, 1920–1941 / M. Parrish. – N. Y.: W. W. Norton, 1992. – 529 p.
669. Partington J. Railroad Purchasing and the Business Cycle / J. Partington. – Washington: Brookings Institution, 1929. – 309 p.
670. Pecora F. Wall Street Under Oath: The Story of Our Modern Money Changers / F. Pecora. – N. Y.: Simon and Schuster, 1939. – 311 p.
671. Porter G. R. The Progress of the Nation in Its Various Social and Economic Relations from the Beginning of the Nineteenth Century / G. R. Porter. London: John Murray 1851. – 843 p.
672. Pratt S. The Work of Wall Street / Pratt S., Crowell J. – N.Y.: D. Appleton & Company, 1920. – 447 p.
673. Pusey M. Eugene Meyer / M. Pusey. – N. Y.: Alfred A. Knopf, 1974. – P. 117–125.

674. Raffalovich A. Les crises commerciales et financieres depuis 1889 / A. Raffalovich. – Paris: Guillaumin, 1900. – 51 p.
675. Raffalovich A. La crise de Londres en novembre 1890 / A. Raffalovich // Journal des Economistes. – T. IV. – P. 322–327.
676. Railway Speculations // Times. – 1845. – 27 Oct.
677. Rajan R. The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century / R. Rajan, L. Zingales // Journal of Financial Economics. – 2003. – Vol. 69. – <http://www.seyan.info/files/the%20great%20reversals.pdf>.
678. Range and Dividends for Selected Common Stocks // New York Times. – 1921. – December 31.
679. Ranis G. The Financing of Japanese Economic Development / G. Ranis // The Economic History Review. – 1959. – Volume 11, Issue 3. – P. 440–454.
680. Raynal A. A Philosophical and Political History of the Settlements and Trade of the European s in the East and West Indies / A. Raynal. – L.: T. Cadell, 1783. – Vol. 6. – P. 412.
681. Reibnitz K. von. Die New Yorker Fondsbörse (Stock Exchange): ihre Geschichte, Verfassung und wirtschaftliche Bedeutung / K. von Reibnitz. – Fischer, 1912. – 126 s.
682. Reibnitz K. von. Amerikas internationale Kapitalwanderungen / K. von. Reibnitz. – Berlin: Gruyter, 1926. – 123 s.
683. Report on Industrial Depression. United States Bureau of Labor. [First annual report of the Commissioner of labor]. – Washington: United States Department of Labor, 1886. – 96 p.
684. Revue economique internationale. – 1910. – Vol. I. – № 2. – P. 410–411.
685. Revue economique internationale. – 1914. – Vol. 1. – № 1. – P. 144.
686. Rezneck S. The Social History of an American Depression 1837–1843 / S. Rezneck // The American Historical Review. – 1935. – Vol. 40, No. 4. – P. 662–687.
687. Ricardo D. The high price of bullion, a proof of the depreciation of bank notes / D. Ricardo. – L.: Harding & Wright, 1810. – 56 p.
688. Rich P. J. Elixir of Empire: The English Public Schools, Ritualism, Freemasonry and Imperialism / P. J. Rich. – London: Regency, 1989. – 152 p.
689. Rise of United States Securities at Frankfurt – Success of the New Treasury Arrangement // The New York Times. – 1871. – August 15.
690. Ritschl A. Reperations, Deficit and Debt Default: The Great Depression in Germany // The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today [Ed. by N. Crafts, P. Fearon]. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – P. 110–139.
691. Robbins L. The Great Depression / L. Robbins. – New York: Macmillan, 1934 (Transaction Publishers, 2009). – 238 p.
692. Roberts A. America's First Great Depression. Economic Crisis and Political Disorder After the Panic of 1837 / A. Roberts. – Ithaca: Cornell University Press, 2012. – 255 p.
693. Roberts J. Mitsui: Three Centuries of Japanese Business / J. Roberts. – N. Y.: Weatherhill, 1973. – 564 p.
694. Roberts R. Saving the City. The Great Financial Crisis of 1914 / R. Roberts. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – 301 p.
695. Roberts R. Scroders: Merchant & Bankers / R. Roberts. – London: Macmillan, 1992. – 616 p.
696. Robida A. The twentieth century / A. Robida. – Middletown: Wesleyan University Press, 2004. – 397 p.
697. Rommer C. Spurious Volatility in Historical Unemployment Data / C. Rommer // Journal of Political Economy. – 1896. – Vol. 94. – № 1. – P. 1–37.

698. Roose K. Was the Great Gatsby Broke? / K. Roose. – <http://nymag.com/daily/intelligencer/2013/05/was-the-great-gatsby-broke.html>.
699. Rosenberg H. Die Weltwirtschaftskrise von 1857–1859 / H. Rosenberg. – Stuttgart–Berlin: W. Kohlhammer, 1934. – 210 s.
700. Rostow W. The Stages of Economic Growth: a non-communist manifesto / W. Rostow. – Cambridge: Cambridge University Press, 1960. – 292 p.
701. Rothbard M. America's Great Depression / M. Rothbard. – Auburn (Alabama): Ludwig von Mises Institute, 1972. – 361 p.
702. Rothbard M. The Federal Reserve as a Cartelization Device: The Early Years, 1913–1930 / M. Rothbard // Money in Crisis [Ed. B. Siegel]. – San Francisco: Pacific Institute for Public Policy, 1984. – P. 93–117.
703. Rothbard M. The Panic Of 1819: Reactions and Policies / M. Rothbard. – Auburn (Alabama): Ludwig von Mises Institute, 2007. – 286 p.
704. Rowe D. The Tragedy of Liberalism: How Globalization Caused the First World War / D. Rowe // Security Studies. – 2005. – Vol. 14. – № 3. – P. 1–41.
705. Rudolph R. L. Banking and Industrialization in Austria-Hungary: The Role of Banks in the Industrialization of the Czech Crownlands, 1873–1914 / R. L. Rudolph. – Cambridge: Cambridge University Press, 2008. – 291 p.
706. Sartorius von Waltershausen J. Deutsche Wirtschaftsgeschichte 1815–1914 / J. Sartorius von Waltershausen. – Jena: G. Fischer, 1923. – 658 p.
707. Saul S. B. The Myth of the Great Depression, 1873–1896 / S. B. Saul. – L.: Macmillan, 1969. – 63 p.
708. Sayers R. S. The Bank of England 1891–1944 / R. S. Sayers. – Cambridge: Cambridge University Press, 1976. – 680 p.
709. Sayers R. The Bank of England, 1891–1944. 2 Vols. V. 1. – Cambridge: Cambridge University Press, 1976. – 409 p.
710. Scenes in "The Street" // Evening News. – 1914. – 31 July.
711. Schacht Arraigns Capitalist Greed // The New York Times. – 1931. – July 11.
712. Schacht Blames reparations for World Slump: Holds Moratorium for Germany Inevitable // The New York Times. – 1930. – November 22.
713. Schacht H. My First Seventy-six Years: Autobiography / H. Schacht. – London: Wingate, 1955. – 552 p.
714. Schacht H. The end of reparations / H. Schacht. – N. Y.: J. Cape & H. Smith, 1931. – 248 p.
715. Schacht Here, Seems warning in Fascism // The New York Times. – 1930. – October 3.
716. Schaffle E. F. Gesammelte Aufsätze. 2 Bd. Bd 1. / E. F. Schaffle. – Tübingen: Laupp, 1885. – 317 p.
717. Schlesinger A. The Age of Roosevelt: The crisis of the old order, 1919–1933 / A. Schlesinger. – Boston: Houghton Mifflin, 1957. – 749 p.
718. Schlezinger A. M. The Age of Roosevelt: The Coming of the New Deal / Schlezinger A. M. – Boston: Houghton Mifflin & Co, 1988. – 669 p.
719. Schluter W. The Pre-War Business Cycle 1907 to 1914 / W. Schluter. – New York: Longmans, Green & Co., 1923. – 191 p.
720. Schubert A. The Credit-Anstalt Crisis of 1931 / A. Schubert. – L.: Cambridge University Press, 1991. – 205 p.
721. Schuker S. The End of French Predominance in Europe: The Financial Crisis of 1924 and the Adoption of the Dawes Plan / S. Schuker. – Chapel Hill, NC: University of North Carolina Press, 1976. – 476 p.
722. Schumacher H. Die Ursachen der Geldkrise / H. Schumacher. – Dresden, Zahn & Jaensch. 1908. – 76 s.

723. Schumpeter J. A. The Instability of Capitalism / J. A. Schumpeter // *Economic Journal*. – 1928. – Vol. 38. – P. 361–386.
724. Schwabe W. S. Effect of War on Stock Exchange Transactions. A Short Treatise on the Emergency Legislation, Together with the Statutes and Proclamations, and the Resolutions, Rules, and Notices of the Stock Exchange Committee / W. S. Schwabe, P. Guedalla. – L.: E. Wilson, 1915. – 133 p.
725. Scott I. O. Government Securities Market / I. O. Scott. – N. Y.: McGraw-Hill, 1965. – 239 p.
726. SEC Expels Meehan on Rigging Charge; First Action of Its Kind Taken by Federal Agency Under Securities Act of 1934 // *The New York Times*. – 1937. – 3 August.
727. Securities Act Of 1933. – <http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>.
728. Securities Exchange Act Of 1934. – <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>.
729. Seligman J. The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance / J. Seligman. – Boston: Houghton Mifflin, 1982. – 772 p.
730. Shades of Smoot-Hawley // *Time*. – 1985. – October 7. – www.time.com/time/magazine/article/0,9171,960038,00.html.
731. Sherman Act – http://www.law.cornell.edu/uscode/html/uscode15/usc_sec_15_00000001----000-.html.
732. Shibusawa E. The Development of Banking / E. Shibusawa // *Fifty Years of New Japan* [Ed. S. Okuma]. 2 vols. Vol. 2. – N. Y.: Kraus, 1970. – P. 486–532.
733. Shinjo H. History of the Yen: 100 years of Japanese money-economy / H. Shinjo. – Tokyo: Kinokuniya, 1962. – 205 p.
734. Shirer W. Berlin diary: the journal of a foreign correspondent, 1934–1941 / W. Shirer. – N. Y. Johns Hopkins University Press, 2002. – 648 p.
735. Shirer W. L. The Collapse of the Third Republic: An Inquiry Into the Fall of France in 1940 / W. L. Shirer. – N. Y. Simon & Shuster, 1969. – 1082 p.
736. Shirer W. The Rise and Fall of the Third Reich: A History of Nazi Germany/ W. Shirer. – N. Y.: Simon & Schuster, 1990. – 1249 p.
737. Shut the Stock Exchange // *Financial News*. – 1914. – 29 July.
738. Silke P. Die Gründerkrise von 1873 und ihre Auswirkungen / P. Silke. – Munchen: GRIN Verlag, 2008. – 40 s.
739. Simon M. The pattern of new British portfolio foreign investment, 1865–1914 / M. Simon // Hall A. R. (ed.) *The Export of Capital from Britain, 1870–1914*. – London: Oxford University Press, 1968. – P. 15–44.
740. Sinclair D. Sir Gregor Macgregor and the Land that Never Was: The Extraordinary Story of the Most Audacious Fraud in History / D. Sinclair. – Cambridge, MA: Da Capo Press, 2004. – 358 p.
741. Slack Ch. Hetty: The Genius and Madness of America's First Female Tycoon / Ch. Slack. – N. Y.: HarperCollins, 2005. – 288 p.
742. Smart W. *Economic Annals of the Nineteenth Century*. 2 Vols. Vol. 2. 1921–1830 / W. Smart. – N.Y.: Macmillan, 1917. – 584 p.
743. Smiley G. Rethinking the Great Depression / G. Smiley. – Chicago: Ivan R. Dee, 2002. – 179 p.
744. Smith A. The Bubble of the Age: Or, The Fallacies of Railway Investment, Railway Accounts, and Railway Dividends / A. Smith. – L.: Sherwood, Gilbert and Piper, 1848. – 83 p.
745. Smith E. L. Common Stocks as Long Term Investments / Smith E. L. – N. Y.: Kessinger Publishing, 2003. – 136 p.

746. Smith M. A History of the global stock market. From Ancient Rome to Silicon Valley / M. Smith. – Chicago: University of Chicago Press, 2004. – 344 p.
747. Sobel R. AMEX: A History of the American Stock Exchange, 1921–1971 / R. Sobel. – Washington, D.C.: Beard Books. – 382 p.
748. Sobel R. Panic on Wall Street: A History of America's Financial Disasters / R. Sobel. – N. Y.: Beard Books, 1999. – 469 p.
749. Sobel R. The Curbstone Brokers: The Origins of the American Stock Exchange / R. Sobel. – Washington, D.C.: Beard Books, 2000. – 196 p.
750. Sobel R. The Great Bull Market. Wall Street in the 1920s / Sobel R. – N. Y.: W. W. Norton, 1968. – 175 p.
751. Solow R. A contribution to the theory of economic growth / R. Solow // Quarterly Journal of Economics. – 1956. – № 70. – P. 65–94.
752. Solow R. Technical change and the aggregate production function / R. Solow // Revue of Economics and Statistics. – 1957. – № 39. – P. 214–231.
753. Spicer E. E. The Money Market in Relation to Trade and Commerce / E. E. Spicer. – L.: H. F. Lynch & Co., ltd., 1924. – 248 p.
754. Spieser P. Histoire de la finance: Le temps, le calcul, et les promesses / P. Spieser, L. Belze. – P.: Vuibert, 2005. – 559 p.
755. Sprague O. The American Crisis of 1907 / O. Sprague // Economic Journal. – 1908. – Vol. 18. – № 71. – P. 354–372.
756. Sprague O. History of Crisis under the National Banking System / O. Sprague. – Washington: Government Printing Office, 1910. – 484 p.
757. Stamp J. British Incomes and Property / J. Stamp. – London: King, 1927. – 537 p.
758. Standage T. The Victorian Internet: The Remarkable Story of the Telegraph and the Nineteenth Century's On-Line Pioneers / T. Standage. – N.Y.: Walker and Co, 1998. – 256 p.
759. Statistical abstract for the United Kingdom in each of the last fifteen years, from 1853 to 1867. – L.: Great Britain Parliament. House of Commons, 1868. – 256 p.
760. Statistical Abstract of the United States. – Washington: US Government Printing Office, 1935. – 792 p.
761. Stock Exchange Practices. Hearings before the Committee on Banking and Currency Pursuant to Senate Resolution 84 and S.Res. 56 and S.Res. 97: 1932–1934. – Washington, DC, 1934. – P. 9–10, 16. – <http://fraser.stlouisfed.org/publications/sensep/>.
762. Stock Exchange Values // Financial Times. – 1914. – 27 August.
763. Stone I. The Global Export of Capital from Great Britain. 1865–1914: A Statistical Review / I. Stone. – N. Y.: Palgrave Macmillan, 1999. – 430 p.
764. Straus A. Auf, Ab, Auf: Der Finanzplatz Paris im 20. Jahrhundert / A. Straus // Europas Finanzzentren. Geschichte und Bedeutung im 20. Jahrhundert [Ed. Christoph Maria Merki]. – Frankfurt / New York: Campus Verlag, 2005. – S. 83–96.
765. Sturmer G. Geschichte der Eisenbahnen: Entwicklung und jetzige Gestaltung sämtlicher Eisenbahnnetze der Erde / G. Sturmer. – Bromberg: H. Heyfelder, 1872. – 247 p.
766. Sullivan R. Regulatory changes and the development of the US banking market, 1870–1914: A study of profit rates and risk in national banks / R. Sullivan // The Origins and Development of Financial Markets and Institutions. From the Seventeenth Century to the Present / Ed. by J. Attack, L. Neal. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 262–294.
767. Supple B. The experience of economic growth: case studies in economic history / B. Supple. – New York: Random House, 1963. – 458 p.

768. Suzuki T. Japanese Government Loan Issues on the London Capital Market, 1870–1913 / T. Suzuki. – London: Athlone, 1994. – 307 p.
769. Swift J. The Bubble / J. Swift. – <http://www.buyandhold.com/bh/en/education/history/2004/swift.html>.
770. Sykes J. The Amalgamation Movement in English Banking, 1825–1924 / J. Sykes. – L.: P. S. King & Son Ltd, 1926. – 231 p.
771. Sylla R. Comparing the UK and US financial systems, 1790–1830 / R. Sylla // The Origins and Development of Financial Markets and Institutions. From the Seventeenth Century to the Present / Ed. by J. Attack, L. Neal. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 209–240.
772. Sylla R. Networks and History's Generalizations: Comparing the Financial Systems of Germany, Japan, Great Britain, and the United States of America / R. Sylla, E. Wright // Business and Economic History Online. – 2004. – Vol. 2. – <http://www.h-net.org/~business/bhcweb/publications/BEHonline/2004/SyllaWright.pdf>.
773. Sylla R. The Origins of the New York Stock Exchange / R. Sylla // The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets / Ed. by W. N. Goetzmann, K. G. Rouwenhorst. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – P. 299–312.
774. Szajkowski Z. Jews and the French Revolutions of 1789, 1830 and 1848 / Z. Szajkowski. – Jersey City, NJ: KTAV Publishing House, Inc., 1970. – 1161 p.
775. Taylor A. J. P. English History 1914–1945 / A. J. P. Taylor. – Oxford University Press, 2001. – 719 p.
776. Temin P. Did Monetary Forces Cause the Great Depression? / P. Temin. – N. Y.: W. W. Norton, 1976. – 201 p.
777. Temin P. Lessons from the Great Depression / The Lionel Robbins Lectures for 1989 / P. Temin. – Cambridge, MA: The MIT Press, 1991. – 193 p.
778. Temin P. The Beginning of the Depression in Germany / P. Temin // Economic History Review. – 1971. – № 24. – P. 240–248.
779. The Acute Stage of the Financial Crisis Has Passed // The New York Times. – 1893. – May 22.
780. The Advantages and Disadvantages of French Securities // The Economist. – 1872. – № 1507. – July 13. – P. 861–862.
781. The Aspirations of Germany // The New York Times. – 1875. – December 8.
782. The Awakening of Europe // The Economist. – 1860. – № 866. – March 31. – P. 335–336.
783. The banking crisis. The Knickerbocker Trust Company will resume business // The New York Times. – 1908. – March 08. – <http://query.nytimes.com/search/query?srchst=p>.
784. The Dow Jones Investor's Handbook / Ed. Maurice L. Farrell. – N. Y.: Dow Jones Books, 1966. – 119 p.
785. The Financial Crisis // The New York Times. – 1873. – September 24. Financial Systems // The New York Times. – 1873. – November 22.
786. The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today [Ed. by N. Crafts, P. Fearon]. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – 459 p.
787. The Increasing Activity of Government Securities // The New York Times. – 1866. – August 11.
788. The Loan Positions of the Stock Exchange // The Economist. – 1914. – 19 October.
789. The Panic of 1825 // The Week. – 2008. – April 14. – <http://theweek.com/article/index/95385/the-panic-of-1825>.
790. The Paper Pound of 1797–1821. Contains a Reprint of the Bullion Committee Report / Ed. E. Cannan. – 1919 (Reprint. – General Books LLC, 2010). – 68 p.

791. The Scenes in the City // Manchester Guardian. – 1914. – 1 August.
792. The Stock Markets // The Economist. – 1894. December 22. – P. 1582–1584.
793. The Stock Markets // The Economist. – 1910. – January 1. – P. 43–44.
794. The Stock Markets // The Economist. – 1912. – July 6. – P. 36–37.
795. Tilly R. Financial Institutions and Industrialization in the Rhineland, 1815–1817. – Maddison: Univ. of Wisconsin Press, 1966. – 256 p.
796. Tooke T. A History of Prices and of the State of the Circulation from 1792 to 1856 // T. Tooke, T. Gregory, W. Newmarch. – 6 vols. Vol. IV. – L.: P. S. King and Son, 1928. – 981 p.
797. Tooze A. The Wages of Destruction: The Making and Breaking of the Nazi Economy / A. Tooze. – N. Y.: Penguin Group, 2008. – 848 p.
798. Towin A. Lettres De Russie / A. Towin // L'Economete Francais. – 1880. – 24 Janvier. – P. 102–104.
799. Toynbee A. Survey of international affairs, 1931 / A. Toynbee. – L.: Royal Institute of International Affairs, 1932. – 554 p.
800. Truman H. Memoirs / H. Truman. – 2 vols. V. 2. Years of Trial and Hope. – N. Y.: Doubleday, 1956. – 590 p.
801. Twain M. Stirring Times in Austria / M. Twain // Harpers New Monthly Magazine. – 1983, March. – P. 533.
802. Twain M. The Chicago of Europe: And Other Tales of Foreign Travel / M. Twain. – N. Y.: Sterling Publishing Company, 2009. – 419 p.
803. U.S. Department of Commerce. Historical Statistics of the United States: Colonial Times to 1957. – Washington, DC: U.S. Department of Commerce, 1961. – 789 p.
804. U.S. Department of Commerce. Historical Statistics of the United States: Colonial Times to 1970. – Washington, DC: U.S. Department of Commerce, 1975. – 1232 p.
805. Ullman H.-P. Der deutsche Steuerstaat. Geschichte der öffentlichen Finanzen vom 18. Jahrhundert bis heute / H.-P. Ullman H.-P. – Munchen: Verlag C.H.Beck, 2005. – 270 s.
806. Ullman H.-P. Staat und Schulden. Öffentliche Finanzen in Deutschland seit dem 18. Jahrhundert / H.-P. Ullman H.-P. – Göttingen: Vandenhoeck & Ruprecht GmbH & Co., 2009. – 254 s.
807. US Inflation Calculator. – www.usinflationcalculator.com.
808. Veblen T. The theory of the leisure class: an economic study of institutions / T. Veblen. – N. Y.: B.W. Huebsch, 1912. – 404 p.
809. Venturini K. Chronik des XIX Jahrhunderts, Das Jahr 1826 / K. Venturini. – Leipzig: J. F. Hammerich, 1828. – 787 s.
810. Vialles P. La consommation et les crises économiques, thèse pour le doctorat, par Pierre Vialles / P. Vialles. – Paris: V. Giard et E. Brière, 1903. – 464 p.
811. Vienna's Fair // The New York Times. – 1873. – May 25. Vienna // The New York Times. – 1873. – May 28.
812. Volkswirtschaftliche Chronik für das Jahr 1907. – Jena: G. Fischer, 1908. – 902 s.
813. Volkswirtschaftliche Chronik für das Jahr 1912. – Jena: G. Fischer, 1913. – 1095 s.
814. Voth H. J. Did High Wages of High Interest Rates Bring Down Weimar Republic. Cointegration Model of Investment in Germany, 1925–1930 / H. J. Voth // Journal of Economic History. – 1995. – № 55. – P. 801–821.
815. Voth H. J. With a Bang not a Whimper: Pricking Germany's Stock Market Bubble in 1927 and the Slide into Depression / H. J. Voth // Journal of Economic History. – 2005. – № 63. – P. 65–99.
816. Wagemann E. Struktur und Rhythmus der Weltwirtschaft - Grundlagen einer weltwirtschaftlichen Konjunkturlehre / Wagemann E. – Berlin: R. Hobbing, 1931. – 419 s.

817. Wamsley W. F. The Magnet of Dancing Stock Prices / W. F. Wamsley // *The New York Times*. – 1929. – March 24. – P. 87.
818. Want Old Rate Restored // *Boston Daily*. – 1894. – 10 Febr. – P. 10.
819. Warburg Assails Federal Reserve // *The New York Times*. – 1929. – March 8. – P. 40.
820. Warburg J. Long Road Home: The Autobiography of a Maverick / Warburg J. – Garden City: Doubleday, 1964. – 314 p.
821. Weber E. France: Fin de Siècle / E. Weber. – Harvard: Harvard University Press, 1986. – 294 p.
822. Weidenmier M. The Market For Confederate Cotton Bonds / M. Weidenmier // *Explorations in Economic History*. – 2000. – № 37. – P. 76–97.
823. Weidenmier M. Turning Points in the U. S. Civil War: Views from the Grayback Market / M. Weidenmier // *Southern Economic Journal*. – 2002. – Vol. 68. – № 4. – P. 875–890.
824. Wenzlhuemer R. Connecting the Nineteenth-Century World: The Telegraph and Globalization / R. Wenzlhuemer. – Cambridge: Cambridge University Press, 2013. – 339 p.
825. Western D. L. Booms, Bubbles and Busts in US Stock Markets / D. L. Western. – L.: Routledge, 2004. – 237 p.
826. White E. Anticipating the stock market crash of 1929: The view from the floor of the stock exchange / E. White // *The Origins and Development of Financial Markets and Institutions. From the Seventeenth Century to the Present* / Ed. by J. Attack, L. Neal. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 294–318.
827. White E. Banking and Finance in the Twentieth Century / E. White // *The Cambridge Economic History of the United States* [ed. S. L. Engermann.]. Vol. 3. The Twentieth Century. – Cambridge: Cambridge University Press, 2000. – P. 743–802.
828. Wicker E. Banking Panics of the Gilded Age / E. Wicker. – Cambridge: Cambridge University Press, 2000. – 160 p.
829. Wicker E. The Banking Panics of the Great Depression / E. Wicker. – Cambridge: Cambridge University Press, 1996. – 174 p.
830. Wigmore B. The Crash and Its Aftermath: A history of Securities Markets in the United States, 1929–1933 / B. Wigmore. – Westport, Conn.: Greenwood Press, 1985. – 731 p.
831. Wilkie A. D. The Risk Premium on Ordinary Share / A. D. Wilkie // *British Actuarial Journal*. – 1994. – № 1, part 2. – P. 251–257.
832. Wilkins M. The History of Foreign Investment in the United States to 1914 (*Harvard Studies in Business History*) / M. Wilkins. – Harvard: Harvard University Press, 1989. – 1080 p.
833. Williams D. London and the 1931 Financial Crisis / D. Williams // *Economic History Review*. – 1963. – Volume 15, Issue 3. – P. 513–528.
834. Wirth M. Geschichte der Handelskrisen / M. Wirth. – Berlin: Ayer Publishing, 1890. – 706 s.
835. Wolf N. Europe's Great Depression: Coordination Failure after the First World War / N. Wolf // *The Great Depression of the 1930s. Lessons for Today* [Ed. by N. Crafts, P. Fearon]. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – P. 74–109.
836. Woodmansee M. The new economic criticism: studies at the intersection of literature and economics / M. Woodmansee, M. Osteen. – N. Y.: Routledge, 1999. – 437 p.

837. Wright R. E. The first Wall Street: Chestnut Street, Philadelphia, and the birth of American finance / R. E. Wright. – Chicago: University of Chicago Press, 2005. – 210 p.
838. Wueschner. S. A. Charting Twentieth-Century Monetary Policy: Herbert Hoover and Benjamin Strong, 1917–1927 / S. A. Wueschner. – Westport, CT: Greenwood Publishing Group, 1999. – 178 p.
839. Wurm S. The Development of Austrian Financial Institutions in Central, Eastern and South-Eastern Europe / S. Wurm. Comparative European Economic History Studies Working Paper Series Number 31. November 2006. – Vienna: University of Applied Sciences of Vienna, 2006. – 80 p.
840. Yamamura K. A Study of Samurai Income and Entrepreneurship: quantitative analyses of economic and social aspects of the samurai in Tokugawa and Meiji, Japan / K. Yamamura. – Cambridge: Harvard University Press, 1974. – 317 p.
841. Young E. Imperium Pelagi a Naval Lyrick: Written in Imitation of Pindar's Spirit. Occasion'd by His Majesty's Return, Sept. 1729 and the Succeeding Peace / E. Young. – L.: BiblioBazaar, 2010. – 72 p.
842. Ziegler P. The Sixth Great Power: Barings, 1762–1929 / P. Ziegler. – L.: Harper Collins Publishers Limited, 1988. – 430 p.
843. Zimmerman D. Panic! Markets, Crises and Crowd in American Fiction. – Chappell Hills: The University of North Carolina Press, 2006. – 312 p.

