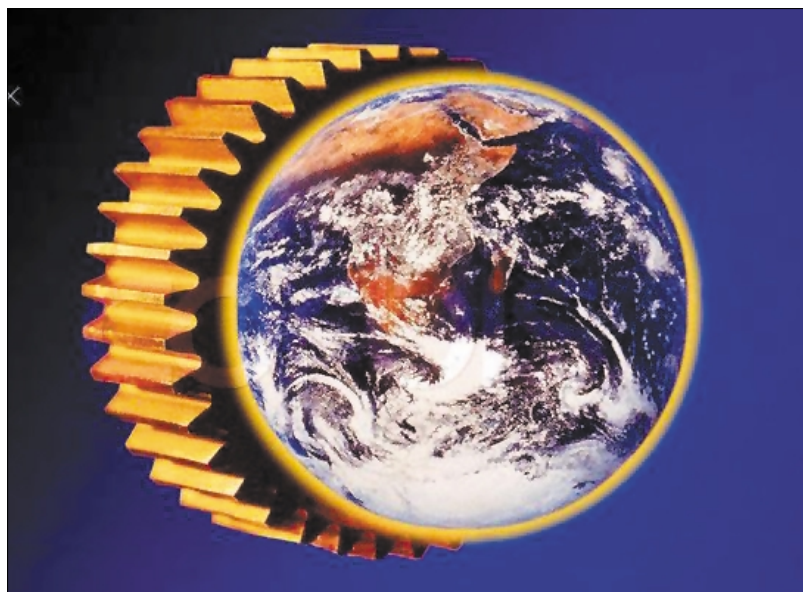


# Расцвет золотого стандарта

Как известно, в эпоху золотого монетализма денежные власти каждой страны фиксировали обменные курсы своих валют к золоту. В результате на межгосударственном уровне автоматически осуществлялась координация национальных денежно-кредитных политик. В отличие от современной валютной системы классический золотой стандарт поддерживался исключительно за счет рыночных сил, а не международных соглашений.



## Сказки о механизме Юма

Хотя теория золотого монетализма предполагает, что валютные курсы неизменно фиксируются к золоту, в действительности они колебались в пределах узкого диапазона между так называемыми **золотыми точками** (gold points). Они определяли уровни валютного курса, при которых становилось выгодно приобретать металл для экспорта или импорта.

Золотые точки лежат по обе стороны от паритета (табл. 1): точка экспорта находится ниже, а импорта – выше центрального курса. Интервал между ними определяется разницей цен покупки и продажи золота центральным банком, которая возникает из-за покрытия расходов на фрахт и страхование.

В условиях классической системы золотого стандарта валютные курсы колебались в пределах gold points, их выход за пределы диапа-

зона так же, как и девальвации, случались достаточно редко.

Учебники по международной экономике провозглашают, что золотой стандарт обладал автоматическим **механизмом уравнивания платежного баланса посредством цен и перелива металлических денег** (humean price-specie flow mechanism). Он был открыт в 1752 г. шотландским экономистом-философом Дэвидом Юмом, чье имя позднее и получил. В основе механизма выравнивания лежал т.н. закон единой цены и товарный арбитраж на рынке золота. Если страна больше экспортировала, нежели импортировала (имела положительное сальдо торгового баланса), то золото текло рекой, а увеличение денежного предложения вело, в конечном счете, к росту цен. Повышение цен стимулировало потребление более дешевых импортных товаров, и сальдо торгового баланса

менялось на отрицательное – золото из страны убывало.

Таким образом, выравнивание платежного баланса осуществлялось на основе международного движения золота. На глобальном уровне мировое предложение денег определялось объемом желтого металла. Новые месторождения золота или приток драгметалла из-за рубежа (например, после победы в войне) приводили сначала к расширению денежного предложения, а затем к росту цен и ВВП. Сокращение предложения золота оказывало обратный эффект: приводило к падению цен и ВВП.

Однако в действительности механизм Юма никогда эффективно не работал. С увеличением экономического благосостояния и ограниченности золотых резервов платежные балансы не могли корректироваться достаточно быстро. Кроме того, внутренние цены и заработная плата обладали жесткос-

тью и также не были способны своевременно и в достаточном масштабе сбалансироваться. В результате при золотом монометаллизме колебались не цены и зарплата, а безработица в тандеме с ВВП.

Вместо механизма Юма действовал механизм перелива краткосрочного капитала. Лучше всего он работал в Великобритании – главном мировом финансовом центре. Дефицит платежного баланса вызывал сокращение денежного предложения и рост процентных ставок, повышение которых притягивало краткосрочные капиталы в страну.

Таким образом, движение международного краткосрочного капитала определялось дифференциалом процентных ставок. К концу XIX века мировой финансовый рынок стал настолько эффективен, что полностью взял на себя бремя выравнивания платежного баланса.

## Металлические блоки

Описанный механизм выравнивания платежного баланса успешно работал в государствах, составлявших ядро золотого блока, и давал сбои в странах периферии, которые часто подвергались торговым шокам и финансовым кризисам. Там приспособление денежной системы к новым макроэкономическим условиям проходило благодаря корректировке реальных эффективных валютных курсов металлических блоков.

Ядро золотого блока составляли Великобритания, Франция, Германия и Соединенные Штаты. Кроме них заметными игроками на мировой арене выступали некоторые страны периферии – Южной и Восточной Европы (включая Россию), Азии, Центральной и Южной Америки. В то время как страны ядра золотого блока неизменно фиксировали курсы своих валют к драгметаллу, большинство государств периферии придерживалось альтернативных режимов: неразменного бумажного, а также биметаллического и серебряного стандарта.

На десять государств с альтернативными режимами приходилась

половина внешнеторгового оборота между странами ядра золотого блока и периферии. Как можно заключить из таблицы 2, торговля со странами периферии составляла две трети внешнеторгового оборота европейского ядра золотого блока и около половины оборота Соединенных Штатов. На протяжении всего периода существования золотого монометаллизма валютные курсы между металлическими блоками и странами неконвертируемых бумажных стандартов значительно колебались. Например, в России за 1875-1878 гг. курс рубля девальвировался на 35%.

Внешняя торговля составляла существенную долю ВВП ядра золотого блока, поэтому флуктуации номинальных валютных курсов отражались на внутреннем рынке. Как и сегодня, номинальные ценовые жесткости полтора века назад были широко распространены, в связи с чем изменения валютных курсов означали колебания внутренних цен относительно международного уровня. Перепады в уровнях цен, в свою очередь, отражались на внешней торговле, движении международного капитала и, в конечном счете, на экономическом росте.

Систематические изменения валютных курсов между блоками позволяют объяснить одну из ключевых загадок классического золотого стандарта – как значительная корректировка относительных цен происходила без пересмотра фик-

сированного курса и без существенного накопления резервов центральными банками стран ядра золотого блока.

В странах периферии периодические изменения курсов позволяли корректировать торговые потоки в низшей фазе экономического цикла, не сползая в дефляцию, поскольку сальдо торговых балансов были высоко чувствительны к колебаниям валютных курсов. В странах ядра золотого блока изменения курсов способствовали корректировке относительных цен и удержанию фиксированного курса к драгметаллу без помощи стерилизованных интервенций, которые стали излюбленным средством центральных банков после 1913 года.

## «Правила игры» и «захват золота»

Главной задачей центрального банка в эпоху классического золотого стандарта являлось поддержание паритета между национальной валютой и золотом. Для этого центробанк нуждался в соответствующем объеме резервных активов – монетарном драгметалле. Внешнее макроэкономическое равновесие в условиях золотого монометаллизма сохранялось, если банк не приобретал и не терял слишком быстрыми темпами золотые резервы. Поэтому центральный банк стремился исключить резкие колебания в платежном балансе.

В связи с тем, что избыток или

Таблица 1. Золотые точки по ведущим валютам в период классического золотого стандарта

Валютный курс	Период	Золотые точки, %		Спрэд, %
		Экспорт	Импорт	
Доллар США / фунт стерлингов	1881-1890	0.6585	0.7141	1.3726
Доллар США / фунт стерлингов	1891-1900	0.6550	0.6274	1.2824
Доллар США / фунт стерлингов	1901-1910	0.4993	0.5999	1.0992
Доллар США / фунт стерлингов	1911-1914	0.5025	0.5915	1.0940
Французский франк / доллар США	1877-1913	0.6888	0.6290	1.3178
Немецкая марка / доллар США	1894-1913	0.4907	0.7123	1.2030
Французский франк / фунт стерлингов	1877-1913	0.4063	0.3964	0.8027
Немецкая марка / фунт стерлингов	1877-1913	0.3671	0.4405	0.8076
Немецкая марка / французский франк	1877-1913	0.4321	0.5556	0.9877
Австрийский шиллинг / фунт стерлингов	1912	0.6453	0.6037	1.2490
Гульден Нидерландов / фунт стерлингов	1912	0.5534	0.3552	0.9086
Скандинавские кроны / фунт стерлингов	1912	0.3294	0.6067	0.9361

Источник: Officer L. Between the Dollar–Sterling Gold Points: Exchange Rates, Parity and Market Behavior. – Cambridge: Cambridge University Press, 1996.

дефицит платежного баланса финансировался через транспортировку золота, денежные власти проводили политику, которая уравнивала международный нетто-поток капитала и сальдо торгового баланса. Нерезервная часть избытка (или дефицита) баланса движения капитала приводилась в соответствие с дефицитом (или избытком) баланса текущих операций. Основными инструментами, с помощью которых регулировался платежный баланс, служили учетная ставка центробанка и интервенции на рынке золота.

С развитием финансовых рынков денежно-кредитная политика центральных банков начала претерпевать изменения. Денежные власти, постоянно теряющие резервы золота из-за дефицита платежного баланса, нередко попадали в ситуации, когда они были не в состоянии выполнить свои обязательства по обмену банкнот. При потере золота они были вынуждены сокращать объем внутренних активов, повышая тем самым процентные ставки и вызывая приток капитала из-за рубежа.

В таких условиях побудительные мотивы центральных банков, обладающих достаточными резервами золота, отказаться от импорта драгоценных металлов оказываются значительно слабее. Ведь по сравнению с золотом, которое не приносит процентных доходов, повы-

шается прибыльность внутренних активов. У центральных банков с избытком золотых резервов возникает желание приобрести внутренние активы, что приведет к оттоку капитала за рубеж. Такие действия усиливают влияние автоматического механизма выравнивания платежного баланса.

После Первой мировой войны практика продажи внутренних активов при дефиците платежного баланса и покупки внутренних активов при его избытке получила с подачи Дж. Кейнса название «**правила игры**» **золотого стандарта** (rules of the game). До 1914 года эти «правила игры» золотого стандарта нередко нарушались.

Время восстановления равновесия платежных балансов в мировой экономике ложилось на страны с дефицитом платежного баланса. Аккумулируя золото, страны с избытком платежного баланса усугубляли проблему координации международной экономической политики, лежащую в основе системы золотого стандарта. Страны с дефицитом, сталкиваясь в конкурентной борьбе за ограниченное предложение золота, проводили чрезмерно жесткую денежно-кредитную политику, которая мало способствовала накоплению резервов.

На практике страны обычно стерилизовали движение золота (такая процедура получила назва-

ние «захват золота», gold device). Центральные банки продавали внутренние активы в период роста предложения иностранных резервов и покупали внутренние активы, когда предложение иностранных резервов сокращалось. Стерилизация движения золота искусственно изменяла цену на металл в периоды дефицита платежного баланса.

Однако нарушение «правил игры» никогда не приводило к коллапсу системы. Денежные власти пользовались безмерным доверием общества, и несоблюдение «правил игры» рассматривалось как временная мера, призванная сгладить колебания процентных ставок или поддержать экономическую деятельность.

С современной точки зрения нарушение «правил игры» было ничем иным, как использованием механизма эффективных целевых зон. Целевую зону валютных курсов образовывал диапазон золотых точек. Благодаря общественной поддержке центробанки могли свободно позволить себе приближаться к пределам целевой зоны и даже изменять ее, зная, что рынок неизбежно вернет валютный курс на прежнее место. Играя в пределах целевых зон, центральные банки могли добиваться своих внутренних целей – низких инфляции и безработицы и высокого экономического роста.

## Манипуляции с точками

Денежные власти манипулировали с золотыми точками таким образом, чтобы удержать международные потоки драгметалла. Например, Банк Англии, способствуя притоку металла, выдавал беспроцентные ссуды его импортерам, что приводило к изменению точки золотого импорта. Аналогичным образом он увеличивал цену покупки слитков и иностранных монет, корректируя тем самым точку золотого экспорта. Игра с золотыми точками позволяла Банку Англии сохранять процентную ставку на неизменном уровне.

Денежно-кредитная политика стран золотого блока была всеце-

Таблица 2. Торговые связи стран ядра золотого блока

Страна	1875 год	1885 год	1895 год	1905 год
<i>Доля торгового оборота с другими странами золотого блока, %</i>				
Великобритания	33.3	34.0	34.9	30.7
Франция	40.1	35.8	38.3	39.0
Германия	Нет данных	35.1	33.3	30.8
США	59.3	57.9	53.6	44.6
<i>Доля торгового оборота со странами периферии</i>				
Великобритания	65.4	37.5	35.1	17.5
Франция	50.1	44.2	41.1	28.9
Германия	Нет данных	47.8	42.0	18.0
США	34.7	26.9	29.5	24.3
<i>Отношение внешнеторгового оборота к ВВП</i>				
Великобритания	47.7	49.4	47.6	49.0
Франция	28.6	30.9	27.6	28.9
Германия	Нет данных	32.8	31.8	35.8
США	13.2	13.8	12.7	11.9

Источник: Catao L. and Solomou S. Exchange Rates in the Periphery and International Adjustment Under the Gold Standard // IMF Working Paper, 2003, № 41.

ло ориентирована на Банк Англии. Манипулируя своей учетной ставкой, он мог привлекать в страну такой объем золота, какой требуется. Отслеживая обеспеченность денежного предложения золотыми резервами, Банк Англии в 1880-1913 гг. около двухсот раз менял учетную ставку. Несмотря на хронический дефицит платежного баланса в 1890-1913 гг., Великобритания не испытывала неттооттока капитала. Доминирующее положение Туманного Альбиона объяснялось тем, что Лондон выступал центром мировой торговли золотом, товарами и финансовыми активами.

К 1913 г. около 80% международных расчетов проводилось в фунтах стерлингов, в них же была номинирована большая часть мировых финансовых активов. Фактически фунт стерлингов являлся полноценной альтернативой официальному резервному активу – зо-

лоту, что позволяло Великобритании покрывать дефицит платежного баланса за счет национальной валюты.

Центральные банки остальных стран золотого монометаллизма изменяли свои учетные ставки вслед за Банком Англии, чтобы не допустить возникновения дифференциала процентных ставок и последующего за ним перетока капитала. Таким образом, финансовый и деловой циклы в мире синхронизировались с циклом в Великобритании. Некоторое исключение составляли Франция и Германия, которые обладали большей, по сравнению с другими странами, экономической и денежно-кредитной автономией. Это позволяло им изменять учетные ставки в соответствии с внутренними интересами и влиять на страны, входящие в сферу их экономического влияния.

Рейхсбанк (немецкий центральный банк), подобно Банку Англии, из-

менял учетную ставку обратно пропорционально обеспеченности денежного предложения золотыми резервами. Центральные банки других ведущих стран золотого блока корректировали свои процентные ставки несвоевременно или вовсе беспорядочно. Так, Банк Франции на протяжении периода действия классического золотого стандарта сохранял учетную ставку на одном уровне. В отличие от Банка Англии он обладал значительным объемом золотых резервов и мог позволить себе финансировать платежный дисбаланс за счет золота, а не краткосрочного капитала. Соединенные Штаты, в отсутствие института центрального банка, вообще не имели базовой процентной ставки, которую можно было бы использовать как инструмент денежно-кредитной политики. **BC**

*Сергей Моисеев*