

# РОССИЯ И МИР

Памяти  
*профессора*  
Валерия Ивановича Бовыкина

**Сборник статей**

Москва  
РОССПЭН  
2001

**ББК 63.3(2)-2; 63.3(0)-2; 63.3(2)6-8**  
**Р 76**

*Редколлегия:*

*Ю.А. Петров, А.К. Сорокин (отв. редакторы), С.А. Афонцев,  
Л.И. Бородкин, В.М. Казакова-Бовыкина, С.В. Калмыков,  
О.А. Кубицкая, Г.Р. Наумова, И.В. Поткина,  
С.А. Соломатина (отв. секретарь),  
М.К. Шаццло*

**Р 76 Россия и мир. Памяти профессора Валерия Ивановича Бовыкина: Сб. статей. — «Российская политическая энциклопедия» (РОССПЭН), 2001. — 424 с., илл.**

Предлагаемая вниманию читателей книга посвящена памяти В.И. Бовыкина (1927—1998), крупнейшего историка-экономиста, профессора Московского университета им. М.В. Ломоносова. Книга представляет собой сборник статей, написанных его учениками или коллегами — отечественными и зарубежными учеными. Часть статей содержит воспоминания о профессоре Бовыкине, другие касаются сюжетов, близких к магистральным темам его работ.

**ISBN 5 - 8243 - 0265 - 0**

© «Российская политическая энциклопедия», 2001.  
© Коллектив авторов, 2001.

*Р. Силла\**

**Развивающийся рынок США. 1790—1860.**

**Глобализация и «негативная реакция»**

*Эссе памяти В.И. Бовыкина*

В своем замечательном исследовании о формировании финансового капитала в России в конце XIX — начале XX в.<sup>1</sup> известный историк Валерий Иванович Бовыкин проанализировал события, которые можно считать опытом вступления России в мировую экономику в качестве развивающегося финансового рынка. Бурное начало индустриализации и стремительный экономический рост в России в течение двух последних десятилетий XIX в. привлекли в страну значительные иностранные капиталовложения. Вероятно, главное достоинство исследования В.И. Бовыкина заключается в тщательном количественном анализе притока иностранных инвестиций. Ученый также внес важный вклад в понимание особенностей развития банковской системы и финансового рынка России того времени, включая зарождение фондового рынка и установление связей, зачастую прочных, между российскими и зарубежными финансовыми рынками и институтами. Кроме того, В.И. Бовыкин показал, как экономический кризис 1899—1903 гг. прервал финансовое развитие России, а также продемонстрировал связь между последствиями этого кризиса и экономическими и политическими катаклизмами, обрушившимися на Россию во втором Десятилетии XX века.

Сегодня, в начале XXI в., Россия вторично появляется на мировой сцене в качестве развивающегося финансового рынка. В 1990-х гг. иностранные инвесторы вновь стали вкладывать в Россию свои капита-

\* Силла Ричард — профессор экономки (Нью-Йоркский Университет, США).

лы, а банковская система и фондовый рынок опять проходят стадию становления, во многих чертах напоминающую ситуацию столетней давности, описанную В. И. Бовыкиным. И в очередной раз финансовый кризис, приобретший особую остроту в 1998 г., перекрыл поток иностранных инвестиций и затормозил развитие российской финансовой системы. Пока не настало время историкам изучать эти события, еще меньше можно судить об их влиянии на будущее России. Но стоит обратить внимание на параллели между современной ситуацией и событиями столетней давности. Каждому, кто интересуется соответствующими вопросами, можно посоветовать обратиться к прекрасному исследованию В.И. Бовыкина, посвященному первому российскому опыту развивающегося рынка.

Когда в 1982 г. мы впервые встретились с Валерием Бовыкиным, нас объединила тема истории развивающихся рынков. На почве общих научных интересов и совместной работы зародилась наша крепкая дружба. Я изучал Соединенные Штаты, тогда как он, конечно же, — Россию. В этой статье, которую я посвящаю памяти своего друга В.И. Бовыкина, в общих чертах анализируются проблемы, возникающие, когда страна становится рынком, привлекательным для иностранных инвесторов. Затем эти теоретические разработки апробируются на примере Соединенных Штатов 1790—1850-х гг., периода, который можно назвать стадией развивающегося рынка. Я полагаю, что Соединенные Штаты, наверное, самый успешный исторический пример развивающегося рынка, и в данной статье пытаюсь обосновать эту точку зрения. Однако, тем не менее, даже США пострадали от «негативной реакции», порожденной глобализацией, т.е. открытостью национальной экономики и финансовой системы для иностранного участия и инвестиций.

Современные экономические и финансовые проблемы России не уникальны в истории страны. В.И. Бовыкин показал, что похожие трудности возникали и сто лет назад. Однако эти проблемы харак-

терны не только для России. Большинство развитых и развивающихся экономик имеет аналогичный опыт. В свое время Соединенные Штаты также беспокоила перспектива иностранного контроля над национальными финансовыми учреждениями. Страна столкнулась с быстрым притоком иностранного капитала, а затем — с кризисом и еще более быстрым оттоком капитала. Возможно, в условиях финансового кризиса в современной России можно почувствовать себя лучше, если понять, что другие страны (в нашем случае — США) находились однажды в той же ситуации, однако использовали этот опыт, чтобы создать эффективные финансовые институты и обеспечить себе долговременное процветание.

### Соединенные Штаты сегодня... и вчера

В конце XX в. Соединенные Штаты — великая страна, единственная во всех отношениях признанная мировая сверхдержава, какой бы смысл ни вкладывался в этот термин. Экономика США — крупнейшая в мире, а их финансовая система (банки и небанковские финансовые институты, рынок ценных бумаг, финансовые инструменты и т.д.) пользуется репутацией наиболее масштабной, эффективной и прогрессивной. Американская валюта является главным средством международного обмена и хранения денежных резервов, и многие страны привязывают курсы своих валют к доллару, чтобы обеспечить доверие к себе в мире и стабильность в национальной экономике.

Удивительно, но несмотря на то, что не так давно США были крупнейшей страной-кредитором, теперь они рассматриваются как крупнейшая страна-Должник. Такое мнение может быть результатом неточных расчетов, связанных, например, с оценкой иностранных активов и пассивов по первоначальной, а не по текущей стоимости. Доходы США от зарубежных активов находятся примерно на том же уровне, что и доходы иностранцев от находящихся в их собственности активов на территории США, что с

трудом согласуется со статусом Соединенных Штатов как «крупнейшего должника». Однако представление о том, что США являются крупнейшей страной-должником, может быть следствием повышенного внимания международных инвесторов и кредиторов к американским финансовым и нефинансовым активам и структурам, которые их порождают.

Каким бы ни был статус страны сегодня, немногим более двух столетий назад, когда Соединенные Штаты были основаны как независимое государство, они были второстепенной страной на мировой арене, а с финансовой точки зрения — развивавшимся рынком. Это был, как я собираюсь показать, наиболее успешно развивавшийся рынок, который когда-либо существовал в мире. Однако, несмотря на достижения, он также столкнулся с «негативной реакцией», которая поражает все развивающиеся рынки в современной мировой экономике. Следовательно, опыт молодых Соединенных Штатов помогает в историческом аспекте изучить современные проблемы развивающихся рынков и сопутствующий им феномен «негативной реакции».

В этой статье названный феномен обсуждается в широком концептуальном смысле. Затем приводятся аргументы, доказывающие, что Соединенные Штаты могут рассматриваться как самый благополучный развивающийся рынок в истории. Далее в работе показано, что несмотря на все достижения, США испытали множество проблем, вызванных «негативной реакцией». Возможный урок этой статьи заключается в том, что «негативная реакция» — постоянно встречающееся и ожидаемое явление, связанное с развитием молодых рынков и глобализацией экономики, а вовсе не случайный или отклоняющийся от нормы результат названных процессов. Если это так, то вероятность и особенность «негативных реакций» должны учитываться при принятии решений в сфере мировых финансов и распределения капиталов.

### Анализ «негативной реакции» как операциональной концепции

«Негативная реакция» (backlash) в экономической науке не является всеобщим и широко используемым понятием. Мой словарь английского языка<sup>2</sup> объясняет его следующим образом: «сильная или связанная с насилием реакция, например, на некоторые социальные или политические изменения». Экономика здесь, действительно, не упоминается, хотя может имплицитно подразумеваться.

В контексте финансовой глобализации, включающей и перетекание капитала между нациями, «негативная реакция» имеет экономический и политический аспекты, относящиеся к странам двух типов: странам-кредиторам/инвесторам и странам — реципиентам кредитов/инвестиций из-за рубежа. Если рассуждать таким образом, проблему «негативной реакции» можно анализировать с помощью следующей таблицы. В ячейках представлены типы «негативной реакции», которая может быть как экономической, так и политической и затрагивать как страны-кредиторы/инвесторы, так и страны — реципиенты инвестиций.

Тип «негативной реакции»	Тип страны	
	Кредитор/инвестор	Реципиент
Экономическая	Утечка капитала	Дефолт
Политическая	Санкции	Аннулирование долгов

Таблица требует подробного пояснения, потому что в ней приведены примеры, а не определения или всеобъемлющие категории. *Утечка капитала* является прямой формой экономической «негативной реакции» недовольных кредиторов/инвесторов. Потоки капитала направляются на развивающийся финансовый рынок страны, когда кредиторы/инвесторы полагают, что в этой стране складывается наиболее выгодное соотношение среднего ожидаемого дохода от инвестиций и риска в сравнении с альтернатив-

ными рынками. Капиталы уходят из страны, когда средние ожидаемые доходы от инвестиций оказываются под угрозой или обманывают ожидания инвесторов и/или когда увеличиваются страновые либо специфические кредитные/инвестиционные риски. Многочисленные примеры можно найти в стремительных подъемах и спадах развивающихся рынков 1990-х годов.

Экономическая «негативная реакция» стран-реципиентов может принять форму *дефолта*, т.е. отказа от совершения предусмотренных контрактом платежей по обслуживанию долга или платежей по акциям, обусловленных существующими правами собственности. Дефолт мог бы быть реакцией страны-реципиента на кажущееся непостоянство кредиторов/инвесторов или мерой, предотвращающей отток капитала кредиторов/инвесторов.

Политическая «негативная реакция» также может быть рассмотрена с позиции как кредитора/инвестора, так и реципиента. Когда кредиторы/инвесторы не получают того, на что они рассчитывали, или того, что им принадлежит, они могут воспользоваться политической процедурой наложения *санкций*. Крайние формы санкций против стран-нарушителей могут включать установление блокады и даже войну. В качестве менее экстремальных мер страны-кредиторы/инвесторы могут использовать торговые ограничения, налагаемые на страны-реципиенты, тем самым увеличивая для последних издержки дефолта.

Политическая «негативная реакция» для стран-реципиентов может принять форму *аннулирования долгов*. Как правило, аннулирование распространяется на долги государства, однако возможны и иные варианты. Аннулирование может распространяться на частные долги и требования по акциям частного сектора, если страна-реципиент препятствует иностранным кредиторам/инвесторам в юридической защите их требований. Национализация активов, принадлежащих иностранцам, может рассматриваться как форма аннулирования долгов или как особая, отдельная форма «негативной реакции». О тяжести национализации можно судить в зависимости от характера

и размера предложенной компенсации, если она вообще предусмотрена.

В представленной выше таблице указаны типы «негативной реакции», границы которых можно четко определить. В реальности, конечно же, они скорее всего размыты. Каковы были конкретные причины оттока капитала из России в 1998 г. — экономические или политические? Экономическими или политическими факторами был спровоцирован в том году российский дефолт? Деятельность Международного валютного фонда (МВФ) добавляет неопределенности этим категориям. МВФ является политико-экономическим институтом, испытывающим и экономическое, и политическое давление как со стороны стран-кредиторов/инвесторов, так и со стороны стран-реципиентов.

Тем не менее, даже если реальность не поддается однозначной трактовке, приведенная таблица служит эвристическим целям. Она помогает заострить внимание на том, что означает или может означать «негативная реакция», когда мы сталкиваемся с этим понятием.

### Что такое развивающийся рынок?<sup>3</sup>

Перед тем, как обсуждать «негативную реакцию» развивавшегося рынка США 150—200 лет назад, я хотел бы в этом разделе отметить общие особенности развивающихся рынков, а затем в следующем разделе объяснить, почему я считаю США самым удачным развивающимся рынком в истории.

Поскольку развивающиеся рынки появляются в рамках национально-государственных образований, первым необходимым условием их возникновения является национальное единство и политическая стабильность. Правительство страны, которая хочет иметь развивающийся рынок, должно быть легитимным и в идеальном случае быть в состоянии обеспечивать защиту личных и имущественных прав своих граждан. Точно такую же защиту должны получать иностранные инвесторы, которых правительство надеется привлечь в экономику страны, т.к. привлече-

ние инвесторов — это обязательное условие существования развивающегося рынка. Такой рынок, как правило, имеет необходимые людские и природные ресурсы — труд и землю (в терминологии экономистов-классиков), но испытывает недостаток третьего элемента — капитала, накопление которого происходит по мере развития экономики страны. Становление развивающегося рынка предусматривает, что страна убеждает мировых инвесторов в блестящих экономических перспективах развития своей экономики, достижение которых можно ускорить за счет вливания капитала из-за рубежа к взаимной выгоде и страны, и иностранных инвесторов. По сути концепция развивающегося рынка основана на своего рода арбитраже между современным экономическим положением страны и ее будущими возможностями.

Что нужно сделать, чтобы страна стала развивающимся рынком? Для этого есть несколько необходимых условий. В общем, требуются политическая стабильность, правовые институты, обеспечивающие защиту прав собственности, и либеральная (а не контролируемая государством) экономическая система. В частности, необходимо стабилизировать валюту и денежную систему, привести в порядок государственные финансы и обеспечить обслуживание государственного долга таким образом, чтобы сделать долговые инструменты государства надежными и привлекательными для внутренних и внешних инвесторов. Если эти требования выполнены, частный сектор также создаст надежные, выгодные финансовые активы (долговые инструменты и ценные бумаги частных компаний) и вторичный рынок, на котором обращаются государственные и частные ценные бумаги. Необходимо также поощрять развитие частных банков и других финансовых учреждений, а кроме того, создать национальный, или центральный банк для поддержки политики правительства и обеспечения - устойчивого руководства развивающейся финансовой системой и контроля над нею.

Как только эти задачи решены, возникает благоприятный экономический климат для того, чтобы частные экономические субъекты, деятельность кото-

рых координируется рыночными сигналами, приступили к решению фундаментальной задачи по развитию экономики и обеспечению ее роста. При этом деятельность частного сектора может быть поддержана государственным экономическим вмешательством, обусловленным конкретными обстоятельствами. Правительство, однако, не должно преследовать цели, несовместимые с экономическим развитием и ростом, поскольку это отпугнет внутренних и внешних инвесторов, подорвав тем самым основы для развития рынка.

Эти задачи не из легких. Они требуют глубокого понимания ситуации в стране, знания экономических законов, больших руководящих способностей от государственных чиновников, ответственных за обеспечение условий для становления развивающегося рынка. Иногда для достижения долговременных целей необходимо пожертвовать краткосрочными политическими и экономическими выгодами. Судя по историческому опыту, личности, обладающими необходимыми качествами для успешного экономического и финансового управления, встречаются крайне редко. Из почти двухсот государств в мире только страны «большой семерки» и несколько стран поменьше имеют статус стран с развитой рыночной экономикой, т.е. успешно прошли этап развивающихся рынков. Журнал «The Economist» недавно опубликовал список, согласно которому статус развивающихся рынков имели примерно 25 стран. Несмотря на усиление роли таких организаций как Всемирный банк и МВФ в управлении мировыми финансами, подавляющее большинство стран мира не имеет ни развитого финансового рынка, ни такого, который можно было бы признать развивающимся.

### Соединенные Штаты как развивающийся рынок

Когда и как США стали развивающимся рынком в современном смысле слова, т.е. рынком, характеризующимся притоком иностранного капитала? Я полагаю, что это случилось в «федералистский» период

1789—1801 гг., после введения в действие Американской конституции. В 1789 г. США без преувеличения можно было считать страной-банкротом, не выполнявшей обязательств по крупным внутренним и внешним долгам. Финансовая система нового государства была в лучшем случае рудиментарной. Однако уже к 1801 г. государственный и частный кредит находился в идеальном состоянии, появилась сильная, динамично развивавшаяся финансовая система, а иностранные инвесторы приобретали значительную долю американских ценных бумаг. Лишь 12 лет потребовалось для того, чтобы разительным образом изменить экономические перспективы США.

В британских североамериканских колониях, которые в 1776 г. стали Соединенными Штатами, наблюдался быстрый экономический рост. Он носил экстенсивный характер и был связан с ростом населения, которое в колониальный период увеличивалось примерно на 3% в год. Все расчеты показывают, что в этот период не было экономического роста в современном смысле, т.е. интенсивного роста, увеличивающего годовой доход на душу населения на 1% и более. По наиболее оптимистичным оценкам, увеличение дохода на душу населения (или рост выпуска продукции на душу населения) в североамериканских колониях составлял лишь 0,5% в год. Тем не менее по меркам своего времени колонии считались богатыми. Этот факт историки объясняют рабовладением и его «побочными продуктами», например, бурным ростом атлантической экономики в XVIII веке.

Другими словами, перед 1776 г. в Британской Северной Америке наблюдался некоторый экономический рост, но практически отсутствовали признаки структурных и институциональных изменений, указывавших на экономическое развитие. Например, в финансовом секторе по существу отсутствовали рынки ценных бумаг и банки. В качестве денег использовались иностранное золото и, главным образом, серебряные монеты, а также неконвертируемые бумажные деньги, выпускаемые колониальными администрациями в форме векселей, которые представляли собой краткосрочные кредитные обязательства, исполь-

зуемые для привлечения средств до поступления налогов. К этой же категории относились закладные кредитных учреждений, выпускавшиеся для частных лиц под залог недвижимости. Векселя подлежали выкупу за счет будущих налоговых поступлений, а закладные — за счет платежей по погашению суммы долга и процентов по ней<sup>4</sup>. Быстрый экономический рост увеличил спрос на деньги, и стало очевидно, что нет необходимости изымать из обращения эти бумажные деньги посредством погашения соответствующих кредитных обязательств. Таким образом, возникла возможность проводить эмиссию для финансирования экономического развития<sup>5</sup>. В некоторых колониях стоимость неразменных бумажных денег в течение длительного времени оставалась стабильной по отношению к металлическим деньгам. В других колониях войны против европейцев-неангличан и американских индейцев вели к чрезмерной эмиссии и обесценению бумажных денег. Когда власти метрополии в 1751 г. и 1764 г. приняли меры для подавления эмиссионной практики в колониях, последние восприняли это как ущемление своих прав. Такие меры метрополии, несмотря на отмену многих из них, явились одной из предпосылок Американской революции 1775—1783 гг., которая закончилась признанием независимости США.

Революция привела к образованию свободной конфедерации штатов (бывших колоний). Она финансировалась за счет налогов, собираемых на уровне отдельных штатов, а также эмиссии бумажных денег и выпуска внутренних и внешних долговых обязательств. Последние размещались, главным образом, во Франции (давней противнице Великобритании), которая на определенном этапе посчитала, что американские революционеры имеют шанс на успех, и решила, что «враг моего врага — мой друг». Эмиссия бумажных денег была настолько чрезмерной, что к 1780 г. они сильно обесценились, и единственная возможность погашения долга заключалась в выпуске дополнительных долговых обязательств для покрытия процентных платежей.

После 1783 г. некоторые штаты погасили часть

долга за счет налоговых поступлений. В Массачусетсе налоги на эти цели стали настолько обременительными, что в 1786 г. привели к вооруженному восстанию сельских налогоплательщиков. Другие штаты продолжили эмиссию, в разной степени сопровождаемую избытком бумажных денег и их обесцениванием. В период послевоенной депрессии некоторые штаты ввели таможенные пошлины в торговле с другими штатами. Правительство конфедерации не имело права вводить и собирать налоги, а штаты неохотно вносили платежи, установленные для поддержки федерального центра, поэтому центральное правительство почти ничего не могло сделать для обслуживания своих долгов.

Именно в таких политических и экономических условиях национальные лидеры в 1787 г. написали проект Конституции. Она была принята в 1788 г., а в 1789 г. было сформировано новое федеральное правительство, в котором исполнительную власть в качестве президента представлял Джордж Вашингтон, законодательную — Сенат и Палата Представителей (две палаты Конгресса), судебную — Верховный Суд. Согласно Конституции, штаты теряли право денежной эмиссии и право облагать налогом или регулировать каким-либо другим способом торговлю между штатами и внешнюю торговлю. Федеральное правительство получило фискальную и другие виды финансовой власти, право регулировать и облагать налогами внешнюю торговлю; оно было уполномочено обслуживать государственный долг и регулировать денежное обращение.

Фискальная и денежная политика нового федерального правительства проводилась Александром Гамильтоном, в период войны помощником и доверенным лицом Вашингтона, который назначил его секретарем казначейства (министром финансов). Гамильтон знал о финансах больше любого другого американца благодаря всестороннему изучению европейской финансовой теории и практики. Хотя ему было всего 30 лет, он возглавлял движение за принятие Конституции в 1787 г. Его перу принадлежит

большинство знаменитых «Записок федералиста»\*, которые объясняли базовые положения Конституции и успешно защищали ее от мощных нападков антифедералистского большинства, выступавшего за сохранение прав штатов.

В 1789—1795 гг., в период пребывания в должности секретаря казначейства, Гамильтон, работая с Конгрессом, провел в жизнь положения Конституции: была налажена система поступления федеральных доходов (тарифы и акцизы); военные долги федерального правительства и штатов консолидированы в долгосрочные федеральные долговые обязательства; начал действовать Банк Соединенных Штатов, организованный во многом по образцу Английского банка; был введен металлический денежный стандарт и учрежден Монетный двор.

В то время, когда Гамильтон начал работу в качестве министра финансов, в стране было только три банка современного типа, занимавшихся учетом векселей, приемом вкладов и выпуском конвертируемых банкнот. Все эти банки функционировали менее десяти лет. Учреждению одного из них, до сих пор действующего — Бэнк оф Нью-Йорк (Bank of New York), Гамильтон лично способствовал еще в 1784 г. Это были купеческие банки; большинство же американцев все еще предпочитало не банкноты банков, а банкноты штатов и иностранные монеты. Бэнк оф Нью-Йорк был вторым банком в стране после Банка Северной Америки (Bank of North America) в Филадельфии, основанного Конгрессом и законодательными органами нескольких штатов для финансирования революции в 1781—1782 гг. После

\* «Записки федералиста» («Federalist paper») — 85 политических эссе, появившихся в нью-йоркских газетах с октября 1787 г. по май 1788 г., подписанных псевдонимом «Публий». Автором более двух третей эссе являлся А. Гамильтон, привлечший к работе также Дж. Мэдисона и Дж. Джея. Эссе опубликованы с целью убедить граждан Нью-Йорка ратифицировать Конституцию США, принятую Конституционным Конвентом в Филадельфии в сентябре 1787 г. «Записки федералиста» считаются классикой политической философии.

окончания войны этот банк стал обыкновенным коммерческим банком. В Бостоне также имелся банк, основанный в 1784 г. — Массачусетский банк (Massachusetts Bank). Три ранних банка были изолированными, региональными учреждениями. Они еще не стали частями единой банковской системы.

Ядро банковской системы появилось в 1791 г., когда Гамильтон основал значительно более крупное учреждение — Банк Соединенных Штатов (Bank of the United States), который открыл отделения в крупнейших городах и установил деловые отношения с действующими банками штатов. Затем штаты начали расширять банковскую систему, выдавая все больше и больше лицензий на право ведения операций для банков и других финансовых и нефинансовых акционерных обществ. Хотя штаты больше не могли выпускать собственные неконвертируемые деньги, для обеспечения их финансовых потребностей была найдена хорошая замена эмиссии — лицензируемые штатами банковские компании. Правительства штатов могли на выгодных условиях инвестировать средства в «собственные» банки, получая дивиденды и прибыль от прироста стоимости активов. Они могли также облагать банки налогами в обмен на записанные в уставе привилегии. Таким образом, штаты имели фискальную заинтересованность в банковском деле, что, в свою очередь, поощряло их заинтересованность в развитии банковского сектора<sup>6</sup>.

Уставы банков штатов часто копировались с устава гамильтоновского Банка Соединенных Штатов, но в отличие от него банки штатов были местными, а не общенациональными учреждениями. Банк Соединенных Штатов, который первоначально частично принадлежал федеральному правительству, играл роль его финансового агента и выполнял функции, которые в ретроспективе можно рассматривать как протейшие функции центрального банка<sup>7</sup>.

Гамильтоновская программа консолидации долгов превратила ранее бросовые облигации в высококачественные ценные бумаги. Когда в 1789 г. было сформировано новое федеральное правительство, старые ценные бумаги sporadически продавались на нефор-

мальном рынке за 10—20% их номинальной стоимости. После того, как годом позднее Конгресс принял рекомендации Гамильтона, согласно которым процентные платежи, а затем и основная часть долга начали погашаться в твердой валюте, эти бумаги стали стоить более половины номинала. Позже, с 1790 г., старые федеральные ценные бумаги обменивались на новые, и менее чем через год 6%-ные казначейские облигации крупнейшего и наиболее привлекательного из трех новых выпусков ценных бумаг продавались по номиналу.

Политика Гамильтона сделала состоятельными многих держателей ценных бумаг, создав тем самым надежный источник для будущих федеральных доходов. Это было частью его плана, направленного на установление мощной поддержки молодого федерального правительства. Однако его политика вызвала также нарастающую оппозицию, или «негативную реакцию» со стороны тех, кто не понимал или не принимал ее. Вскоре сформировалась федералистская партия во главе с Гамильтоном, выступавшая за сильное федеральное правительство и за развитие предпринимательства, и оппозиционная ей республиканская партия, главным образом аграрная, выступавшая за сохранение прав штатов, во главе с Джефферсоном, в то время государственным секретарем в администрации Джорджа Вашингтона. Разногласия между двумя партиями по поводу централизующей политики Гамильтона в начале 1790-х гг. положили начало основным направлениям американской политической жизни, сохраняющимся с тех времен и до наших дней.

**Новые высококачественные федеральные ценные бумаги на общую сумму 65 млн долларов\* и акции на**

\* Цифра в 65 млн долларов представляет сумму внутреннего долга, включая просроченную задолженность по выплате процентов, по состоянию на 1790 г. Еще 12 млн долларов США взяли в долг в период революции во Франции и в 1780-х гг. у голландских банкиров. В одобренной Конгрессом гамильтоновской финансовой программе предусматривалось обслуживание этих иностранных долгов отдельно от внутренних.

10 млн долларов, выпущенные для покрытия основного капитала Банка Соединенных Штатов, резко активизировали развитие более организованного и оживленного фондового рынка в крупных городах США, таких как Бостон, Нью-Йорк и Филадельфия, быстро достигнув на юге Балтимора и Чарльстона. Три выпуска федеральных долговых обязательств и акции Банка Соединенных Штатов составили национальный рынок ценных бумаг, котировки которого регулярно публиковались в городских газетах. В то же время начались активные арбитражные операции между региональными фондовыми рынками, о которых свидетельствует параллельное движение котировок в крупных городах. Эта и другая информация содержится в архивных материалах, оставленных участниками арбитражного рынка.

В марте 1792 г., после спекулятивного роста курса ценных бумаг с 1789 г. до начала 1792 г., случился первый крах американского фондового рынка, сопровождавшийся одновременным резким спадом на всех трех рынках<sup>8</sup>. Наиболее тяжелый удар принял на себя Нью-Йорк, где на Уолл-Стрит брокеры и аукционисты вели торговлю прямо на улице. В ответ законодатели штата Нью-Йорк издали закон против уличной фондовой торговли. Некоторые брокеры ответили на этот вызов митингом под платановым деревом на Уолл-Стрит. Они организовали клуб и заключили «Соглашение платанового дерева», в котором зафиксировали правила торговли и преференциальные условия для участников соглашения. Торговля была перенесена в кафе на Уолл-Стрит<sup>9</sup>. Так в мае 1792 г. родилась Нью-Йоркская фондовая биржа, хотя формально это название появилось позже. Под влиянием краха фондового рынка в 1792 г. активизировалась объединенная республиканская оппозиция, т.к. случившееся подтверждало ее худшие опасения по поводу того, куда ведут страну Гамильтон и его сторонники — «финансовые спекулянты».

Нововведения Гамильтона в сфере рынка ценных бумаг, банковского дела и денежного обращения за короткое время привели к финансовой революции в США. Федералистская финансовая революция дала

молодому государству финансовую систему, можно сказать, мирового класса по стандартам того времени. Политика Гамильтона вызвала интерес инвесторов к государственным ценным бумагам и акциям Банка Соединенных Штатов. Эта политика создала для американской экономики ликвидные активы, которые в принципе отсутствовали до 1790 г. Банки сразу же начали принимать государственные ценные бумаги в залог по ссудам и увеличивать свои основные капиталы путем выпуска собственных акций. Котируются акции местных частных компаний, главным образом банков и страховых обществ, стали публиковаться наряду с котировками государственных бумаг в листах котировок фондовых рынков крупных городов<sup>10</sup>. К началу XIX в. американцы держали 10% финансовых активов в частных акциях — значительно больше, чем в других странах. На втором месте была Великобритания, показатель которой составлял 3%<sup>11</sup>.

Благоприятные условия, созданные федералистской финансовой революцией, привели к быстрому развитию системы коммерческих банков. Если в 1790 г. в США было всего 3 банка, то к 1810 г. лицензии от штатов получили 102, а к 1835 г. — 584 банка. В 1800 г., когда возраст банковской системы составлял лишь 10 лет, Соединенные Штаты обладали вполнину меньшим банковским капиталом, чем Англия и Уэльс вместе взятые, что было примерно пропорционально численности населения соответствующих стран. К 1825 г. в Соединенных Штатах все еще было меньше населения, чем в Англии и Уэльсе, однако американский банковский капитал в 2,4 раза превышал английский и валлийский<sup>12</sup>. Благодаря меньшим, чем в Англии, ограничениям для роста банков и других акционерных обществ США за два-три десятилетия догнали и в некоторых аспектах финансового развития даже перегнали бывшую метрополию. Финансовое развитие США в первые годы независимости стало залогом быстрого возвышения страны в мировой экономике в XIX веке.

В начале XIX в. большая часть американских банков, банковского капитала и рынка ценных бумаг была сосредоточена на северо-востоке, в Новой Англии

и штатах Средней Атлантики. Этот регион стал также плацдармом промышленной и транспортной революций, связанных с быстрым финансовым развитием. В 1820—1830-х гг. банки Нью-Йоркского Сити конкурировали между собой за установление корреспондентских взаимоотношений с банками по всей стране, считавшими выгодным держать средства в Нью-Йорке, ведущем центре импортных операций Соединенных Штатов. Нью-Йоркские банки платили процент по этим средствам, в свою очередь предоставляя их в качестве ссуд до востребования для финансирования сделок на рынке ценных бумаг, которые к тому времени в Нью-Йорке имели больший масштаб, чем в других городах<sup>13</sup>.

Внутреннее финансовое развитие Соединенных Штатов было напрямую связано с превращением страны в развивающийся рынок в рамках мировой экономики. В конце XVIII в. Великобритания и Голландская республика уже имели развитые финансовые системы и играли роль ведущих экспортеров капитала. В 1790 г. Гамильтон в докладе о кредитовании государства, включавшем основные положения его программы консолидации долга, в явной форме указывал, что одной из целей этой программы является привлечение в страну иностранного капитала. Британские и голландские инвесторы оценили результаты политики Гамильтона и воспользовались представившимися возможностями. Американские ценные бумаги, главным образом федеральные облигации и акции Банка Соединенных Штатов, сразу же нашли спрос у европейцев. В 1795 г., когда Гамильтон оставил пост министра финансов, американские ценные бумаги уже котировались в Лондоне и Амстердаме. В 1803 г. более половины федеральных облигаций и акций Банка Соединенных Штатов, то есть фактически почти половина американских ценных бумаг, выпущенных к тому времени (всего на сумму 120—130 млн долларов), находились в руках европейских держателей<sup>14</sup>.

Таким образом была заложена основа для стабильного притока иностранного капитала в США в течение всего XIX в. Когда президент Джефферсон в

1803 г. просил Францию за 10 млн долларов продать Новый Орлеан, чтобы Соединенные Штаты получили безопасный выход к Мексиканскому заливу через устье Миссисипи на западной границе, Наполеон сделал встречное предложение: продать США остальную территорию Луизианы, присоединение которой удвоило бы территорию Соединенных Штатов, увеличив сумму сделки на 5 млн долларов. США заплатили более 15 млн долларов новыми федеральными ценными бумагами. Наполеон продал их голландским банкирам, которые перепродали их большую часть британским инвесторам — врагам Наполеона!

В 1817—1840-х гг., когда Соединенные Штаты предприняли целую серию «внутренних улучшений», большинство проектов в банковской сфере и в сфере строительства каналов финансировалось путем выпуска ценных бумаг штатов, размещавшихся среди иностранных инвесторов. Как это случалось раньше и как это будет случаться впредь, заимствования за границей вышли за все разумные пределы. В начале 1840-х гг. девять штатов объявили дефолт, спровоцировав долговой кризис и депрессию из-за прекращения доступа к иностранному капиталу. Некоторые штаты даже аннулировали свои долги. В этот период проявились все вышеупомянутые типы «негативной реакции», которые в этой работе будут подробно рассмотрены ниже. Однако большинство штатов, объявивших дефолт, вскоре возобновило обслуживание долга, и долгосрочного ущерба американскому кредиту на мировом финансовом рынке нанесено не было<sup>15</sup>.

К середине XIX в. иностранный капитал помог США стать быстро растущей мировой державой. В 1853 г., когда коммодор Мэтью Пэрри привел американскую военно-морскую эскадру в Японию\*, в руках

В 1853 г. четыре судна под командованием М. Пэрри вошли в Токийский залив и находились там до тех пор, пока не вынудили японское правительство подписать Канавский договор 1854 г., открывший японские порты для американских кораблей. Это событие положило конец более чем двухвековой изоляции Японии (*прим. пер.*).

иностранных инвесторов были сосредоточены почти половина долговых обязательств федерального правительства и около пятой части всех американских ценных бумаг, облигаций и акций (государственных и частных), на общую сумму примерно 1,2 млрд долларов. Большую часть (свыше 90%) американских ценных бумаг, принадлежавших иностранцам, составляли облигации правительства и железнодорожных компаний. Так как общий объем ценных бумаг, выпущенных в США, состоял примерно поровну из облигаций и акций, приверженность иностранных инвесторов к облигациям уравнивалась американскими держателями, владевшими портфелями, в которых больший удельный вес имели не облигации, а акции<sup>16</sup>.

Шесть десятилетий развития американского рынка ценных бумаг дали американцам к середине XIX в. реальные преимущества, которые увеличивали привлекательность американских ценных бумаг в глазах иностранцев, понимавших, что рынок американских ценных бумаг в Европе имеет повышенную ликвидность из-за наличия аналогичного рынка в США. Во 2-й половине XIX в. гораздо более значительные капиталы иностранных инвесторов будут вложены в американские железнодорожные и другие ценные бумаги. К концу столетия благодаря сильной финансовой системе и при помощи иностранного капитала экономика США стала сильнейшей в мире и заняла позиции лидера по выпуску промышленной продукции.

Гамильтоновская финансовая революция была не во всем успешной. Его план биметаллического денежного стандарта никогда не был реализован из-за колебаний рыночных цен на золото и серебро. До 1830-х гг. США придерживались серебряного стандарта, а затем, вплоть до 1930-х гг., золотого стандарта. Политические разногласия по поводу основы денежного обращения стали причиной разрушительных финансовых кризисов в конце XIX века.

Были также и другие проблемы, хотя американские историки, по-видимому неосведомленные о гораздо более высоком уровне развития американской финансовой системы по сравнению с другими стра-

нами, склонны переоценивать их значение. В частности, обмен банкнот штатов и федерального правительства на золото прекращался в периоды войн и финансовых кризисов, наиболее значительными из которых был период Гражданской войны и послевоенный период (1862—1879 гг.).

Банк Соединенных Штатов, основанный по инициативе Гамильтона и опередивший свое время в качестве центрального банка, был лишен лицензии в 1811 г., став жертвой политических оппонентов федералистов, находившихся тогда у власти, и недовольных кругов, отстаивавших интересы банков штатов (о чем будет рассказано ниже). Однако отсутствие центрального банка катастрофически ощущалось в период второй войны Соединенных Штатов с Великобританией — войны 1812 г. В результате он был вновь учрежден в 1816 г. в виде более крупного Второго банка Соединенных Штатов с капиталом в 35 млн долларов. Несмотря на даже еще более успешную деятельность, чем у его предшественника, Второй банк в 1830 г. постигла та же политическая судьба. Это был типичный пример «негативной реакции», как это будет объяснено ниже, потому что основная претензия к обоим банкам Соединенных Штатов заключалась в том, что значительная часть их акций принадлежала иностранным инвесторам. После десятилетних экспериментов с различными суррогатами центрального банка, в 1913 г., такой институт был воссоздан в форме Третьего банка Соединенных Штатов, или Федеральной резервной системы. Третий банк избежал некоторых организационных недостатков двух своих предшественников. Он выжил несмотря на случившиеся просчеты в своей политике и не прекращавшиеся атаки со стороны либертарианцев и «золотых жуков»\*.

Хотя американцы всегда знали, что Гамильтон, самый молодой из отцов-основателей, привел в порядок финансы страны, его достижения не были оценены ими в полной мере. Зато их оценил граф Та-

\*«Золотые жуки» — сторонники сохранения денежных функций золота (*прим. пер.*).

лейран, который был знаком с Гамильтоном в период временного пребывания в Соединенных Штатах в 1790-х гг., а также был свидетелем прогресса страны в более поздний период. Он заметил, что Гамильтон принес богатство своей стране и отчасти по этой причине назвал его величайшим государственным деятелем своей эпохи, даже более великим, чем Наполеон и Питт. Если это так, то во многом связано именно с тем, что Гамильтон сделал больше, чем кто бы то ни было, чтобы заложить основы наиболее успешно развивающегося рынка в истории.

#### **«Негативная реакция» против Первого и Второго банков Соединенных Штатов**

Первый банк Соединенных Штатов получил разрешение на ведение операций от Конгресса в 1791 г., а в 1811 г. двадцатилетняя лицензия банка не была продлена. Это решение принято в Палате представителей с перевесом в один голос, а в Сенате исход голосования по этому вопросу решил голос вице-президента. В 1816 г. лицензию на двадцать лет получил Второй банк Соединенных Штатов. Он обладал более крупным капиталом, однако во всех других отношениях по существу не отличался от Первого банка. Когда в 1832 г. подошел срок продления лицензии, обе палаты Конгресса одобрили этот законопроект, но президент Эндрю Джэксон наложил вето, которое так и не удалось преодолеть. Таким образом, Второй банк лишился федеральной лицензии в 1836 г., однако продолжал операции, получив лицензию от штата Пенсильвания, вплоть до своего банкротства в 1841 году.

Оба банка были важными элементами финансовой революции, давшей Соединенным Штатам, вероятно, лучшую в мире финансовую систему в 1790—1830-х гг. и превратившей страну в успешно развивающийся рынок, достижения которого стали проблемой для двух банков, когда пришло время продления их лицензий. Значительная часть акций обоих банков была приобретена иностранными инвесторами. В 1811 г. 70% акций Первого банка находились в

руках иностранцев. В 1831 г. из акций Второго банка, принадлежавших частным лицам, в собственности у иностранцев находилось 30%. Доля американского правительства во Втором банке сохранялась на уровне 20%, в то время как сходный по размеру правительственный пакет акций Первого банка был продан в период с 1796 по 1804 год<sup>17</sup>.

В обоих случаях противники продления лицензии использовали для обвинений против банка возможную угрозу, исходящую от участия иностранцев во владении акциями важнейшего американского финансового института. Сторонники банка указывали, что согласно лицензии только американские граждане могут занимать должности директоров банка, что лицензия не дает права голоса иностранным акционерам, а капитал, поступающий в США при покупке акций банка зарубежными инвесторами, приносит стране значительные выгоды.

Беспокойство по поводу нахождения в собственности иностранцев акций ключевого американского финансового института наблюдалось с первых лет независимости. Уже упоминавшийся первый банк независимой страны — Банк Северной Америки, расположенный в Филадельфии и действовавший по лицензиям нескольких штатов и лицензии Конгресса, полученной в 1781 г., рассматривался Гамильтоном в 1790 г. в качестве кандидата на роль государственного банка страны. Однако этот проект столкнулся с возражениями, связанными с потенциальной угрозой иностранного влияния, так как филадельфийский банк не имел ограничений на право собственности для иностранцев и назначение иностранных директоров, а иностранные акционеры имели в банке право голоса. Это было одной из причин, по которой Гамильтон учредил новый национальный банк, в котором имелись необходимые ограничения иностранного влияния<sup>18</sup>.

Когда в 1811 г. пришел срок продления лицензии Первого банка, в дебатах в Конгрессе снова и снова поднимался вопрос об иностранной собственности. Конгрессмен Дэша спрашивал: «Разве правительство не понимает, что этот значительный иностранный

капитал, проникший в сердце нашей страны, в отдельных регионах имеет чрезмерное влияние на выборы, сохранение которых в чистоте должно быть задачей первейшей важности? Можете быть уверенными... что если лицензия Банка Соединенных Штатов будет продлена, это даст в руки наших врагов мощное оружие, при помощи которого можно будет управлять правительством, вместо того, чтобы правительство управляло самостоятельно»<sup>19</sup>. Другие конгрессмены повторяли обвинения, говоря, что банк «принадлежал в основном иностранцам» или был «собственностью иностранцев»<sup>20</sup>.

В Сенате сенатор Клэй гневно обрушился на Первый банк: «В чьих руках эта громадная сила? В руках совета... послушного только нескольким акционерам, которые в основном иностранцы... Семь десятых капитала Банка находятся в руках иностранцев, которые в основном англичане. Возможно, мы находимся накануне конфликта с этой нацией. Если бы это случилось, видите ли вы какие-либо препятствия, мешающие английскому премьер-министру установить полный контроль над этим учреждением?... Богатство — это власть, и в каких бы формах оно ни существовало, его обладатель будет иметь пропорциональное влияние независимо от того, живет он по эту или по ту сторону Атлантики»<sup>21</sup>.

Защитники банка, возражая, указывали на ограниченность прав иностранных акционеров и доказывали, что иностранная собственность может также способствовать миру, как и быть угрозой в период войны. Они напоминали, что президент Джефферсон, противник банка, разрешил продажу правительственного пакета акций банка английским инвесторам, по видимому, без каких-либо опасений по поводу иностранного влияния на американские внутренние дела, которого так боялись его сторонники в Конгрессе. Защитники банка также отмечали, что иностранцы владеют существенными пакетами акций в американских банках, лицензируемых штатами. Это было проявлением успеха развивавшегося рынка, по поводу которого «антибанковские» силы, кажется, совсем не беспокоились.

Повторяющиеся как заклинания слова об опасности, исходящей от иностранной собственности на акции Банка Соединенных Штатов, были более всего похожи на политическую дымовую завесу, используемую «антибанковскими» силами. Ни иностранная собственность, ни вопрос о соответствии статуса банка Конституции, ставшие предметом шумных дебатов в 1790—1791 гг., по-видимому, не являлись реальными предметами разногласий. На самом деле они заключались в противостоянии привилегий штатов и федеральной власти, а также в интересах штатов и банков, лицензировавшихся штатами. Как отмечалось выше, штаты имели сильную фискальную и политическую заинтересованность в собственных банках. Она могла реализоваться, если федеральный банк перестанет существовать. Сенатор Кроуфорд (позже секретарь казначейства) понимал истинную суть вопроса, заявляя следующее: «...в чем мотив намерения *этих великих штатов* уничтожить Банк Соединенных Штатов? Их алчность в сочетании с любовью к власти. Они учреждают банки, во многих из которых владеют значительными пакетами акциями. Они хотят заставить Соединенные Штаты использовать их банки как место хранения денежных средств правительства, при помощи которых они надеются увеличить свои дивиденды. Что касается тех банков, акциями которых они не владеют, то акционерами в них являются многие представители законодательных органов штатов и, несомненно, они имеют возможность давать распоряжения, вызванные исключительно алчностью»<sup>22</sup>.

Корыстные интересы правительств штатов и банков, получивших лицензии от штатов, проявлялись, но не так сильно, и в 1791 г., когда был основан Банк Соединенных Штатов. В то время было только четыре банка штатов, и правительство США не имело больших денег для размещения на банковских счетах. Но к 1811 г. насчитывалось уже более ста банков штатов, и федеральное правительство располагало значительными денежными средствами в *своем* банке — Банке Соединенных Штатов. Если бы удалось избавиться от Банка Соединенных Штатов, это способствовало бы расширению прав штатов, соответст-

вовало бы их интересам и интересам банков штатов. Опасения, выражаемые по поводу конституционности Банка Соединенных Штатов и по поводу роли его иностранных акционеров, были просто поводом, чтобы привлечь дополнительную поддержку для решения реального вопроса. Проблема иностранной собственности является примером политической «негативной реакции» в стране — реципиенте иностранного капитала. В случае с Первым банком она привела к закрытию учреждения, которое притягивало иностранную акционерную собственность, а также, между прочим, было крупнейшим и наиболее мощным конкурентом банков, лицензированных штатами.

Дебаты по поводу возобновления лицензии Второго банка Соединенных Штатов два десятилетия спустя стали по существу возвращением к аргументам 1811 г. Среди сильных политических сторонников и советников президента Эндрю Джэксона были американцы, существенно заинтересованные в усилении позиций банков, лицензируемых штатами, которых насчитывалось тогда примерно 4—5 сотен, намного больше, чем в 1811 г. Эти люди убедили президента наложить вето на законопроект после того, как обе палаты Конгресса проголосовали за продление лицензии Второго банка в 1832 г. В послании президента, обосновывавшем вето, приводились особые аргументы для доказательства угрозы Америке, исходящей от иностранного владения акциями Второго банка: «Среди тех, кто пользуется щедростью нашего правительства, не только наши собственные граждане. Акции Банка на сумму более 8 млн долларов принадлежат иностранцам...

Неужели нет угрозы нашей свободе и независимости со стороны Банка, который по своей природе так мало связан с нашей страной? Может ли его влияние сконцентрироваться... в руках самоизбранного совета директоров, интересы которого тождественны интересам иностранных акционеров; не будет ли это причиной для опасений за сохранение чистоты наших выборов в мирное время и независимости нашей страны в период войны?...

Если бы основной капитал Банка в большей части перешел в руки субъектов иностранного государства и если бы мы, к несчастью, были вовлечены в войну с этой страной, каким бы стало тогда наше положение? Конечно, нет никаких сомнений в том, какую политику проводил бы Банк, почти целиком принадлежащий субъектам иностранных держав и управляемый теми, чьи интересы, если не привязанности, лежали бы в той же области. Все его внешние операции проводились бы в помощь вражескому флоту и армии. Контролируя наше денежное обращение, имея доступ к денежным средствам правительства и держав тысячи наших граждан в зависимости, он был бы ужаснее и опаснее морских и сухопутных сил врага.

Если мы должны иметь банк с частными акционерами, то все соображения здоровой политики и каждый импульс американского патриотизма указывают на то, что они должны быть *только американцами*. Его акционерами должны быть только наши собственные граждане, которые, по крайней мере, должны быть не враждебны нашему правительству и иметь желание поддерживать его во времена трудностей и опасностей»<sup>23</sup>.

Восемь десятилетий спустя, когда Конгресс Федеральным Резервным Актом 1913 г. вновь учредил центральный банк, он избежал призрака угрозы иностранной собственности через комбинацию, при которой собственниками Федеральной резервной системы (ФРС)\* считаются банки, являющиеся ее членами. Это было право собственности без права контроля, при котором статус банков — членов ФРС был похож на статус иностранных акционеров Банка Соединенных Штатов. И никто больше не стал воспринимать их как *иностранных* собственников. Политико-экономическое развитие США обеспечило минимизацию этой «негативной реакции».

До сих пор в современных странах с развивающи-

\* Банки — члены Федеральной резервной системы владеют акциями 12 Федеральных резервных банков, которые выполняют функции центрального банка в соответствии с Решениями Совета управляющих ФРС (*прим. пер.*).

мися рынками любая группировка или кто угодно, желающий спровоцировать «негативную реакцию» против иностранных инвестиций по соображениям внутренней политической или экономической выгоды, может сделать кое-что похуже, чем воскресить американские доводы, выдвинутые против Банков Соединенных Штатов в 1811 и в 1832 г. Вся необходимая риторика имеется в наличии для заимствования и адаптации.

#### «Негативная реакция» и долгового кризис штатов в 1840-х гг.

После того, как европейские инвесторы раскупили приблизительно половину всех американских ценных бумаг, выпущенных в обращение в 1790—1803 гг., следующим по времени ярким свидетельством успеха США в качестве развивавшегося рынка был продолжительный период долгосрочных заимствований штатов преимущественно у иностранных кредиторов в 1817—1839 гг. Заимствования делались для «внутренних улучшений»: главным образом, для осуществления транспортных проектов, таких как строительство каналов, шоссейных и железных дорог, а также для организации банковских учреждений.

За весь указанный период штаты привлекли займов на сумму более 200 млн долларов. Детальные расчеты за период 1820—1838 гг., когда было выпущено долговых обязательств на 174 млн долларов, показывают, что стремительный рост заимствований постепенно перерос в мощное крещендо<sup>24</sup>. В течение десятилетия 1820-х гг. штаты набрали долгов на 26 млн долларов, в 1830—1835 гг. добавили еще 40 млн долларов, а затем в 1835—1838 гг. были законодательно санкционированы и выпущены на рынок облигации штатов еще на 108 млн долларов.

Во второй половине 1839 г. европейский спрос на ценные бумаги американских штатов был удовлетворен, и американский кредит испытал резкий спад. Приближался финансовый кризис. Ускоряющим фактором, вероятно, стала приостановка наличных платежей Банком Соединенных Штатов в сентябре

1838 г. После того, как срок федеральной лицензии истек в 1836 г., предприимчивый Николас Бидл, вооружившись лицензией от Пенсильвании, преобразовал этот банк в универсальное финансовое учреждение. Банк сплел сложную паутину из краткосрочных и долгосрочных обязательств, взял на себя ответственность за размещение на европейском рынке через своего лондонского агента, направленного из Америки специально для этой цели, больших пакетов облигаций штатов, выпущенных в период кредитного бума после 1835 г. Приостановка платежей Банком Соединенных Штатов в 1839 г., вторая немногим более чем за два года, произошла из-за невозможности продать достаточное количество облигаций, чтобы расплатиться по краткосрочным обязательствам.

К тому времени европейским инвесторам принадлежало значительно больше половины акций банка номинальной стоимостью 35 млн долларов. Как это часто происходило в последующие кризисы, выход из положения заключался в том, чтобы европейские инвесторы предоставили банку дополнительные денежные средства и дали ему возможность справиться с трудностями. Однако в данном случае этого не произошло. Банк Соединенных Штатов последний раз закрыл свои двери в феврале 1841 г. и перешел в руки кредиторов для ликвидации.

Тотчас же, в течение 1841—1842 гг., восемь американских штатов (Пенсильвания, Мэриленд, Индиана, Иллинойс, Мичиган, Луизиана, Миссисипи, Арканзас) и территория Флорида\* прекратили выплату процентов по долгам. Несколько других штатов (Нью-Йорк, Огайо, Алабама, Теннесси) едва избежали дефолта. Из штатов, объявивших дефолт, Мичиган, Миссисипи, Арканзас, а также Флорида отказались от уплаты почти 14 млн долларов долга.

Статус территории давался вновь присоединяемым к США землям. Этот статус предусматривал защиту основных гражданских и политических прав и свобод жителей и в последующем принятии в состав Союза штатов в качестве самостоятельного штата. Флорида имела статус территории в 1822—1868 гг. (*прим. пер.*).

Обширная старая и новая литература подробно описывает развитие и последствия долгового кризиса штатов<sup>25</sup>. Это дает мне возможность просто сослаться на нее и сосредоточиться на «негативной реакции», которую вызвал этот кризис. Детали рассматриваемого эпизода завораживают историков. Для целей моей работы достаточно сказать, что, как и в большинстве аналогичных случаев, долговому кризису штатов предшествовал безграничный оптимизм и отсутствие осторожности со стороны как кредиторов, так и должников. Когда же кризис начался, с обеих сторон появился чрезмерный пессимизм. Ярость кредиторов и должников была направлена друг на друга, что также является общей чертой таких кризисов.

Американское правительство, которое могло бы сыграть роль в разрешении кризиса, вместо этого стало одним из источников «негативной реакции» на него. В 1840 г., когда стало ясно, что штаты попали в трудное положение, был предложен проект вмешательства федерального центра. Прецедентом для него стало принятие на себя долгов штатов федеральным правительством в 1790 г. Сенат США, однако, принял резолюцию, снимающую с федеральной власти любую ответственность по долгам штатов. Дженкс по этому поводу отметил, что Сенат был лидером в деле дискредитации ценных бумаг штатов<sup>26</sup>.

Сенатор Бэнтон, в частности, гневно обрушился на глупость должников и кредиторов. Согласно его довольно интересной точке зрения, европейские кредиторы давали в долг штатам для того, чтобы у Америки были деньги покупать европейские товары, а штаты на самом деле продавали товары, чтобы получить деньги на осуществление проектов в области транспорта, строительства и банковского дела. Бэнтон утверждал: «Товары потребляются; бумажные деньги возвращаются туда, откуда они пришли; операции завершаются и от сделки ничего не остается кроме 170 млн долларов долга, его грабительских процентов и банков, каналов, дорог, которые его олицетворяют...

Лучшие банки не проводят практически никаких операций, лучшие дороги и каналы едва оплачивают

расходы по управлению, ремонту и процентные платежи. Большую же часть этих учреждений и предприятий можно охарактеризовать следующим образом: нищие банки, которые не могут кредитовать; банки, приостановившие операции, которые не будут платить; банки-банкроты, которые уже не могут осуществлять платежи; незаконченные дороги и каналы, которые бесполезны; законченные дороги и каналы, которые или ввергают своих владельцев в долги, или едва возмещают расходы по ремонту, управлению и проценты по капиталовложениям»<sup>27</sup>.

Резолюцией Сената дело не закончилось. Впоследствии, когда штаты действительно объявили дефолт, предложения о вмешательстве федерального центра появились вновь. В 1842 г. Уильям Кост Джонсон, конгрессмен от Мэриленда, штата, приостановившего платежи, предложил федеральному правительству принять на себя долги штатов. Несмотря на непрекращавшуюся оппозицию, вопрос был передан для дальнейшего изучения в комитет, который подготовил доклад в 1843 г. Комитет установил, что общий долг штатов на тот момент составлял 208 млн долларов, и предложил выпустить федеральные облигации на сумму 200 млн долларов и разделить их между *всеми* штатами пропорционально числу их представителей в Конгрессе.

Этот план позволял преодолеть опасение, будто принятие на себя федеральным правительством долгов штатов приведет к тому, что платежеспособные штаты станут оплачивать долги несостоятельных: по плану было бы выплачено только 128 млн долларов Долга, а 80 млн долларов остались бы непокрытыми. Для опровержения другого утверждения, согласно которому штаты, отягощенные долгами, могут использовать средства, полученные для оплаты долга, на другие цели, было предложено напрямую обменять облигации штатов у их владельцев на федеральные облигации, вплоть до лимита, определенного схемой Распределения федеральных средств между штатами. Возникло и еще одно возражение, связанное с субъективным риском: такое разрешение проблемы поощрит безответственность штатов в вопросе привле-

чения кредитов в будущем. В ответ на него было заявлено, что штаты, сильнее других увязшие в долгах в 1790 г. (Массачусетс и Южная Каролина), не вели себя безответственно, когда Соединенные Штаты взяли на себя их долги<sup>28</sup>. Несмотря на то, что план выхода из кризиса был хорошо продуман, он не был принят.

На Конгрессе оказывалось давление как внутри страны, так и за рубежом в пользу решения о том, чтобы федеральное правительство приняло на себя долги штатов. Появились даже слухи о возможной войне с Великобританией, однако английское правительство быстро дало понять инвесторам, что ответственность за выданные ими займы лежит на них самих, а не на правительстве. Оно не имело желания воевать или применять какие-либо другие санкции к непокорной Америке, и поэтому британское правительство не стало источником «негативной реакции» со стороны страны-кредитора.

Кризис нанес ущерб и федеральному кредиту, и кредиту штатов. Когда в 1841—1842 гг. федеральное правительство попыталось добиться займа для собственных нужд, его представитель в январе 1842 г. получил знаменитый ответ барона Джеймса де Ротшильда: «Вы можете сказать вашему правительству, что встречались с человеком, который стоит во главе европейских финансов, и он сказал вам, что вы не получите в долг даже доллара. Ни доллара»<sup>29</sup>. Это классический пример экономической «негативной реакции» со стороны кредитора.

Дефолт является экономической «негативной реакцией» со стороны должника, и аннулирование долгов — его политическое дополнение. Штаты, объявившие дефолт, отчасти обвиняли кредиторов в «навязывании» им денег<sup>30</sup>. Вместе с надеждами на федеральную помощь, возможно, это было причиной, по которой некоторые неплатежеспособные штаты недостаточно быстро предпринимали меры, направленные на возобновление обслуживания долга.

Почему некоторые штаты полностью аннулировали свои долги? Для этого были различные основания. Наиболее вескими они были у Мичигана. Выпущенные облигации он передал «Morris Canal and Banking

Company of New Jersey» — американской компании, игравшей роль посредника в размещении облигаций на Лондонском фондовом рынке (другими такими учреждениями были Банк Соединенных Штатов и «Джордж Пибоди and К<sup>o</sup>»). «Morris» обанкротилась в 1840 г., до того, как успела выплатить штату Мичиган деньги за часть переданных ей облигаций. Часть облигаций она заложила в Банке Соединенных Штатов. Последний, в свою очередь, перезаложил их в других финансовых учреждениях перед тем, как обанкротился в 1841 г. Таким образом, Мичиган аннулировал те облигации, по которым он не получил никаких денег<sup>31</sup>.

Штат Миссисипи аннулировал облигации, выпущенные для финансирования собственного Соединенного банка Миссисипи — плантаторского банка, на том основании, что администрацией штата и кредиторами не были выполнены условия выпуска облигаций, указанные в акте, которым банк был учрежден в 1838 г. Законодательный орган штата Миссисипи в 1842 г. принял решение: «легислатура штата не признает, что штат Миссисипи имеет какие-либо правовые или моральные обязательства по выплате 5 млн долларов по облигациям, проданным комиссионерами Соединенного банка Миссисипи Николасу Бидлу 18 августа 1838 года»<sup>32</sup>. Покупатели облигаций, опасайтесь технических деталей!

Однако в случае с Миссисипи это была не единственная «техническая деталь». Губернатор Мак-Натг, сторонник аннулирования долгов, в послании 1841 г. заявлял: «Банк [Соединенных Штатов]... заложил эти облигации и получил под них кредит у барона Ротшильда. В его венах течет кровь Иуды и Шейлока, в нем соединились качества обоих его соплеменников. У него есть закладные на серебряные рудники Мексики и ртутные шахты Испании. Он ссужает деньги Блистательной Порте и принимает в качестве обеспечения закладную на Святой Город Иерусалим и Гроб нашего Спасителя. Наши люди должны сами решить, получит ли он закладную на наши хлопковые поля и сделает ли он наших детей рабами»<sup>33</sup>.

Было бы трудно найти более яркий пример «негативной реакции» должника на кредитора.

Флорида воспользовалась для отказа от долгов тем, что в 1830-х гг. она имела лишь статус территории. В 1833 г. местная администрация выпустила облигации для привлечения средств на цели поддержки банков. Эти банки лопнули во время финансовой паники 1837 г. В 1840 г. одна из палат территориального законодательного совета провела решение, согласно которому совет и губернатор не имели права на действия 1833 г., т.е. на выпуск облигаций от имени народа Флориды для организации банков, а следовательно, эти финансовые обязательства не имеют законной силы. Другая палата совета — местный сенат не согласилась с такой трактовкой, но несмотря на это облигации были аннулированы<sup>34</sup>.

Арканзас перестал платить проценты по облигациям в 1841 г., но фактически отказался от уплаты долгов намного позже, уже после Гражданской войны. Луизиана никогда официально не аннулировала долгов, ухитряясь десятилетиями их не выплачивать; эта проблема была разрешена лишь в начале XX века.

Таким образом, на примере долгового кризиса американских штатов в 1840-х гг. можно проиллюстрировать содержание всех ячеек таблицы «негативной реакции», рассмотренной ранее. Кредиторы/инвесторы отказали в кредите и предприняли попытки отозвать свой капитал; по крайней мере, на политическом уровне они обсуждали вопрос о санкциях. В свою очередь, американские штаты — реципиенты иностранных кредитов, объявили дефолт и в некоторых случаях аннулировали свои долговые обязательства.

Долговой кризис фактически был преодолен к середине—концу 1840-х гг. Экономически развитые штаты, приостановившие платежи, решили свои проблемы путем увеличения налогов и возобновления обслуживания долга: Пенсильвания в 1845 г., Мэриленд в 1846 г. В 1843—1846 гг. Мичиган вел переговоры с владельцами облигаций, не ставшими в конце концов противиться аннулированию ценных бумаг, деньги по которым фактически не были получены. Индиана и Иллинойс добились пересмотра условий по долгам, включая списание их части, получение

новых денежных вливаний для завершения проектов, под которые ранее были выпущены облигации, а также добились предоставления некоторых льгот владельцам ценных бумаг. Эти штаты возобновили выплату процентов по реструктурированным долгам в конце 1840-х гг.<sup>35</sup> Инглиш доказывает, что штаты возобновили платежи по долгам главным образом для того, чтобы сохранить доступ к мировому фондовому рынку, хотя на протяжении десятилетий после кризиса заимствования штатов были существенно ограничены<sup>36</sup>.

Экономика США не сильно пострадала от кризиса. В 1839—1843 гг. наблюдались дефляция и депрессия. Но, возможно, эта депрессия была по большей части той же дефляцией, так как реальный рост, несомненно, продолжался. Поскольку американский развивавшийся рынок привел к созданию сильной внутренней финансовой системы, прекращение притока капитала было временным и отнюдь не катастрофическим явлением. К концу 1840-х гг. железнодорожный строительный бум был в разгаре, а в Калифорнии обнаружилось золото. Приток иностранного капитала возобновился. Выше приводились знаменитые слова барона Джеймса де Ротшильда о том, что даже правительство США не может занять в Европе ни доллара. Шесть лет спустя он писал своим племянникам в Лондонский дом Ротшильдов: «Я думаю, что мы могли бы купить некоторое количество американских казначейских облигаций, так как Америка по-прежнему остается самой безопасной страной для вложения капитала»<sup>37</sup>. Финансовые кризисы кажутся ужасными в тот момент, когда они случаются, но у них есть одна прекрасная особенность — они всегда заканчиваются, и жизнь продолжается.

### Заключение

Открытая международная экономика, в которой идеи, капитал и, весьма вероятно, даже трудовые ресурсы имеют возможность свободно перемещаться между странами, в долгосрочном периоде приводит к эффективному распределению ресурсов и экономиче-

скому развитию. В краткосрочном периоде, однако, она может породить неожиданные проблемы и вызывать «негативную реакцию» против иностранцев. В этой работе я показал, что Соединенные Штаты, наиболее успешный развивающийся рынок в истории, несмотря на достижения в долгосрочном периоде, на ранней стадии — стадии развивавшегося рынка сталкивались с кризисами, связанными с притоком иностранных капиталов и вызывавшими «негативную реакцию» против вовлеченных в них иностранных инвесторов.

В исследованиях Валерия Бовыкина рассмотрены аналогичные события, происходившие в России столет назад. Недавно Россия опять столкнулась с экономическим и финансовым кризисом, равно как и с «негативной реакцией» на иностранное участие в финансовых делах страны. История учит нас, что такие эпизоды не уникальны, и их опыт в известной мере является руководством по переходу в следующую и, мы надеемся, более стабильную стадию экономического и финансового развития.

#### Примечания

- <sup>1</sup> *Бовыкин В.И.* Формирование финансового капитала в России. Конец XIX в. — 1908 г. М., 1984.
- <sup>2</sup> Random House Dictionary of the English Language, 2<sup>nd</sup> ed., 1987.
- <sup>3</sup> Этот и следующий разделы опираются на материалы главы «Emerging Markets in History: The United States, Japan and Argentina», написанной мною для книги: Global Competition and Integration / Ed. by R.V. Ramachandran and R. Sato. Boston; Dordrecht; London: Kluwer Academic Publisher, 1999. Chap. 18.
- <sup>4</sup> *Perkins E.J.* American Public Finance and Financial Service, 1700—1815. Columbus: Ohio State University Press, 1994.
- <sup>5</sup> *Ferguson E.J.* The Power of the Purse: A History of the American Public Finance, 1776—1790. Chapel Hill: University of North Carolina Press, 1961.
- <sup>6</sup> *Sylla R., Legler J.B., Wallis J.J.* Banks and State Public Finance in the New Republic, 1790—1860 // Journal of Economic History. 1987. Vol. 47. June.

- 7 *Hammond B.* Banks and Politics in America, from the Revolution to the Civil War. Princeton: Princeton University Press, 1957; *Timberlake RH.* Monetary Policy in the United States // An Intellectual and Institutional History. Chicago: University of Chicago Press, 1993.
- 8 *Sylla R, Wilson J.W., Wright RE.* America's First Securities Markets, 1790—1830: Emergence, Development and Integration // Working Paper, 1997.
- 9 *Werner W, Smith S.T.* Wall Street. New York: Columbia University Press, 1991.
- 10 *Sylla R, Wilson J. W, Wright RE.* Idem.
- 11 *Sylla R.* U.S. Securities Markets and the Banking System, 1790—1840 // Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 1998. May-june.
- 12 Сравнение Англии и Уэльса с Соединенными Штатами по размеру банковского капитала на душу населения не означает, что это единственный или лучший способ сопоставить две банковские системы. Скорее, это показатель, для расчета которого имеются необходимые данные за 1800 г. и 1825 г. (см.: *Sylla R Idem*).
- 13 *Sylla R Idem.*
- 14 *Wilkins M.* History of Foreign Investment in the United States to 1914. Cambridge: Harvard University Press, 1989; *Sylla R, Wilson J.W., Wright RE.* Idem.
- 15 *Sylla R, Wallis J.J.* The Anatomy of Sovereign Debt Crises: Lessons from the American State Defaults of the 1840s // Japan and the World Economy. 1998. Vol. 10. № 3.
- 16 *Sylla R* The U.S. Stock Market: The Independent Country, the Civil War Era, the Rise of Big Business (Paper presented at annual meetings of Social Science History Association, Baltimore, 1993).
- 17 *Wilkins M.* Idem. P. 61.
- 18 *Ibid.* P. 38.
- 19 *Clarke M.St.C., Hall D.A.* Legislative and Documentary History of the Bank of the United States. Washington, DC: Gales and Seaton, 1832. P. 185—186.
- 20 *Ibid.* P. 232, 235.
- 21 *Ibid.* P. 359.
- 22 *Ibid.* P. 310.
- 23 *Chandler A.D., Me Crow T., Tedlow R* Management — Past and Present. Cincinnati: South-Western College Publishing, 1986. P. 1, 77-78.

- <sup>24</sup> US Bureau of the Census, Tenth Census. Report on Valuation, Taxation and Public Indebtedness. Washington, DC: Government Printing Office, 1880. P. 527.
- <sup>25</sup> U.S. Bureau of the Census, Tenth Census, 1880; *Scott W.A.* The Repudiation of the State Debts. N.Y.: Crowell, 1893; *Jenks L.H.* The Migration of British Capital to 1875. N.Y.: Bames and Noble, 1927; *McGrane R.C.* Foreign Bondholders and American State Debts. N.Y.: Macmillan, 1935; *Ratchford B. U.* American State Debts. Durham: Duke University Press, 1941; *English W.B.* Understanding the cost of sovereign default: American state debts in the 1840s // *American Economic Review*. 1996. Vol. 86. March; *Sylla R., Wallis J.J.* Idem.
- <sup>26</sup> *Jenks L.H.* The Migration of British Capital to 1875. P. 100.
- <sup>27</sup> US Bureau of the Census, Tenth Census, 1880. P. 527.
- <sup>28</sup> *Ibid.* P. 527-530.
- <sup>29</sup> *Wilkins M.* Idem. P. 70-71.
- <sup>30</sup> *Jenks L.H.* Idem. P. 98.
- <sup>31</sup> US Bureau of the Census, Tenth Census, 1880. P. 627.
- <sup>32</sup> *Ibid.* P. 596.
- <sup>33</sup> *Jenks L.H.* Idem. P. 368.
- <sup>34</sup> US Bureau of the Census, Tenth Census, 1880. P. 587.
- <sup>35</sup> *Sylla R, Wallis J.J.* Idem.
- <sup>36</sup> *English W.B.* Idem.
- <sup>37</sup> *Wilkins M.* Idem. P. 75.