

## Баланс международных перемещений капитала<sup>1</sup>

### 1. Основоположные разграничения

#### 1. Четыре типа миграции капиталов

Изучая всю совокупность эмпирических материалов о международных финансовых взаимоотношениях, можно разграничить 4 социально-экономических типа экспорта капиталов. Они различаются между собой по соотношению источников и сфер внешних помещений или, иначе, субъектов и объектов в системе экспорта капиталов.

а) Во-первых, взаимные перемещения капиталов из одних передовых капиталистических стран в другие. Эти перемещения обуславливаются внутренним сплетением различных частей их хозяйственных систем, образованием международных промышленных и финансовых группировок или короче — преодолением в процессе хозяйственного развития подполитических границ и сил, создающих тяготение отдельных хозяйственных ячеек к образованию национально-государственных комплексов и объединений.

Примерами могут служить взаимные и встречные помещения капитала Англии-Франции-Бельгии-Германии.

б) Во-вторых, экспорт капитала из стран как высшего, так и среднего уровня капиталистического развития в смежные страны, особенно несколько иные по своим хозяйственным ресурсам и несколько отстающие по уровню их экономического развития. Основой инвестиций этого рода является, помимо мотивов, которые уже указаны выше, еще и стремление к хозяйственной экспансии промышленных и финансовых группировок стран экспортирующих капиталы, к созданию хозяйственного доп-полнения на территории смежных стран путем так называемого «мирного проникновения».

Примерами могут служить помещения германских капиталов в Австро-Венгрии и Швейцарии, Франции в Испании и Италии и т. п.

в) В-третьих, экспорт капитала из передовых стран в отсталые страны и колонии, имеющие целью одностороннюю эксплуатацию их естественных ресурсов и наличного рынка сбыта на основе не-эквивалентного обмена и высокой рентабельности вовлечения новых естественных ресурсов в мировое хозяйство.

Это, так сказать, классический для общей теории экономического развития тип экспорта капитала, многочисленные примеры коего дают нам инвестиции Англии, Франции, Германии во внеевропейских странах и на востоке Европы (Балканы, довоенная Россия, Турция).

г) Наконец, в четвертых, экспорт капитала из стран, отстающих в своем хозяйственном развитии, в страны передовые по уровню и темпу экономического роста.

<sup>1</sup> Глава из работы, написанной по заданию Концессионного комитета РСФСР.

Основой инвестиций этого рода является использование высшей рентабельности вложений капиталов в быстро прогрессирующие хозяйственные системы. Примером могут служить инвестиции Голландии или Швейцарии в Германии, Соединенных Штатах или Канаде.

#### 2. Валовой и чистый экспорт капиталов

Наличие этих различных социально-экономических типов внешних инвестиций и постоянное взаимное переплетение их между собой значительно затрудняет всякое эмпирическое исследование процессов экспорта капитала и количественное выражение его общих итогов.

С самого начала здесь приходится отчетливо размежевать ряд основных понятий, выражающих важнейшие из наличных экономических соотношений.

Прежде всего необходимо ясно противопоставить друг другу категории валового и чистого экспорта, и соответственно валового и чистого импорта капиталов. Первые две категории можно называть также внешними инвестициями — брутто и нетто, вторые две соответственно чужими инвестициями — брутто и нетто<sup>1</sup>.

Рассматривая всю совокупность международных перемещений капитала, можно сказать, что для каждой данной страны сумма ее внешних инвестиций является ее активом, а сумма чужих инвестиций — ее пассивом. Чистое сальдо будет активным или пассивным в зависимости от того, превышают ли внешние инвестиции чужие или, наоборот, чужие больше внешних<sup>2</sup>.

Наибольший интерес при этом представляет структура импорта капиталов (т.е. разности между валовым и чистым экспортом капиталов) в странах с активным сальдо и структура экспорта капиталов (т.е. разности между валовым и чистым импортом) в странах с пассивным сальдо. Последний можно именовать ре-экспортом или ре-инвестициями в широком смысле слова.

В строении обеих величин можно различать три случая или три части: в-первых, случай встречного экспорта капиталов или встреч-

<sup>1</sup> Если стремиться к очень большой точности, то можно противопоставить понятие экспорта капитала, как текущего процесса (экспортирования) понятию внешних инвестиций, как результату этого процесса, получаемому в форме суммы экспортированных средств за все предшествующее время или определенный отрезок его. Практически, однако, это противопоставление затрудняет обычный словооборот, и в литературе вопроса оба термина употребляются почти как синонимы. „Внешние инвестиции“ употребляются и в динамическом смысле для обозначения процесса инвестирования, тогда как для придания первому термину статического смысла в лучшем случае говорят о „сумме экспортированных капиталов“.

<sup>2</sup> Экспорт капиталов обозначается в современных платежных балансах знаком минус, а импорт знаком плюс для того, чтобы их возможно было сопоставить и подытожить с экспортом и импортом товаров, которые по старинной традиции меркантилизма обозначаются обратными знаками плюс и минус. Единообразным критерием во всех случаях является влияние всех типов международных сделок на движение золота (валюты), прилив его в страну или отлив из страны. Если же рассматривать только баланс международных перемещений капиталов, то правильнее считать экспорт капиталов активом страны, а импорт — ее пассивом. Подразумеваемым критерием здесь, как и в частном хозяйстве, является увеличение капитальных ресурсов в международном обороте и возможность получения дохода для одной или другой стороны.

В этом же смысле употребляется иногда выражение „активный платежный баланс“, которым обозначается баланс страны, экспортирующей капиталы, но который по существу представляет собою внутреннее противоречие, ибо в платежном балансе актив и пассив должны всегда (если не считать ошибок и пропусков) уравновешивать друг друга.

ных инвестиций, когда из двух стран А и Б каждая помещает части своих капиталов в займах или предприятиях другой;

во-вторых, случай треугольного или многоугольного экспорта капиталов, когда страна А помещает часть своих капиталов в стране Б, а эта последняя экспортирует свои капиталы в страну В и т. д. Если в этом процессе участвуют три страны, то вся фигура их взаимоотношений получает вид незамкнутого треугольника, аналогичного экономическому треугольнику, известному из теории международного обмена. Теоретически мыслимо также образование и замкнутого треугольника или многоугольника, в котором страной Г вновь оказывается первоначальный экспортер капитала — страна А.

Третьим будет случай одно-или двукратного ре-экспорта капиталов в узком смысле слова, когда фактически из страны Б в страну В вывозятся те же самые капиталы, которые были импортированы в нее из страны А. Обычно при этом происходит изменение формы внешних инвестиций, так, например, когда долгосрочные кредиты в первом случае превращаются в краткосрочные во втором или ссудный капитал при первом перемещении превращается в предпринимательский при втором.

Примером первого рода могут служить упоминавшиеся уже встречные инвестиции Англии-Франции-Германии-Бельгии. Пример второго рода являют все страны, находящиеся в «переходном состоянии» от импорта капиталов к экспорту, о которых мы будем подробно говорить ниже.—предвоенные Соединенные Штаты, Австро-Венгрия, Италия, Швеция, а равно и ряд менее значительных стран. Наконец, наилучшим примером третьего рода являются те же Соединенные Штаты, которые, импортируя перед войной весьма значительное количество капиталов из Европы, нередко использовали эти же средства для собственных инвестиций в смежных странах Северной и Южной Америки.

При этом обычно они получали средства в порядке облигационных займов, а сами помещали их в качестве предпринимательского капитала на сахарных, кофейных и прочих плантациях Кубы, Явы, Филиппинских островов и т. д.

С другой стороны, некоторые экономисты считают, что перед войной Германия, получая средства из Франции и Англии в порядке краткосрочных кредитов по низкому проценту, сама превращала их в долгосрочные инвестиции в собственных зарубежных предприятиях.

Наконец, на ряду с этими частными понятиями приходится оперировать и общим понятием внешнего капиталоборота каждой данной страны, как суммы валового экспорта и импорта капиталов.

### 3. Формы внешних инвестиций

Помимо приведенных разграничений, существенное значение имеет и конкретизация внешних инвестиций по формам их воплощения.

Основной группировкой является здесь разграничение инвестиций на долгосрочные и краткосрочные. Как и аналогичное разграничение долгосрочных и краткосрочных кредитов во внутреннем обороте, оно имеет в значительной мере условный характер, ибо в основе его лежит не какой-либо твердо установленный срок, а скорее противопоставление разного рода вложений по степени их связанности или, наоборот, возможности превратить в нужный момент вложенные средства в ликвидные. Для экспорта капиталов имеют наибольшее значение пять видов инвестиций по первой группе и четыре вида инвестиций по второй группе. А именно.

### I. Долгосрочные инвестиции:

- 1) приобретение иностранных ценных бумаг (государственных, коммунальных и частных);
- 2) прямые вложения в иностранные не-акционерные предприятия;
- 3) образование филиалов местных предприятий за границей и пр.;
- 4) недвижимости и ипотеки за границей;
- 5) долгосрочные кредиты, обремененные в форму специальных соглашений или постоянно возобновляемых краткосрочных обязательств.

### II. Краткосрочные кредиты:

- 1) товарный кредит по импорту и экспорту;
- 2) переучет иностранных векселей;
- 3) банковские депозиты за границей;
- 4) временные, помещения до момента использования их по назначению (для долгосрочных инвестиций или погашения прежних обязательств).

Наибольшее, а в эпоху финансового капитала в большинстве случаев и решающее значение имеют иностранные ценные бумаги. В важнейших странах, экспортирующих капиталы (Англия, Франция, послевоенные Соединенные Штаты) они составляют, примерно 80—90% всей суммы капиталов за границей. Лишь в Германии доля их до войны понижалась до 65—70%, а в Италии еще ниже.

Можно установить общую закономерность, согласно которой доля иностранных эффектов в общей сумме экспорта капиталов тем выше, чем дальше продвинулась страна по пути развития от промышленного капитализма к финансовому и чем больше ее собственная хозяйственная организация преобразована под влиянием перехода от индивидуального предприятия к так называемому «безличному владению», которое символизируется биржевыми фондами и эффектами.

Вместе с тем, эта доля в большинстве случаев (хоть и не всегда) возрастает вместе с давностью перехода страны к экспорту капитала.

Для анализа объема и направлений экспорта капиталов ценные бумаги имеют особое значение еще и потому, что обычно они легче всего улавливаются методами биржевой, эмиссионной и налоговой статистики.

В большинстве случаев, в сущности только этот вид экспорта капиталов и может быть установлен с некоторой точностью, тогда как остальные величины могут составить предмет лишь экспертных оценок и предположений.

Но и по отношению к ценным бумагам приходится с самого начала сделать две существенных оговорки.

Во-первых, имеется одна категория ценных бумаг, которая почти совершенно не поддается учету. Это иностранные ценные бумаги, депонированные за границей. С таким явлением мы встречаемся почти исключительно в тех странах, где имеются более или менее значительные налоги или штемпельные (гербовые) сборы с иностранных ценных бумаг, как, например, в Германии, Италии, а в последние годы перед войной также и во Франции. При введении таких налогов значительная часть иностранных эффектов обычно переводится их владельцами в иностранные банки, дабы избежать дополнительных расходов. При наличии таких налогов значительная часть иностранных эффектов приобретает капиталистами данной страны на заграничных биржах и депонируется там же.

Во-вторых, если эмиссия ценных бумаг служит критерием для определения суммы текущего экспорта капиталов, то определение общей суммы внешних инвестиций по этим данным крайне затрудняется невозможностью учесть обратный процесс, — погашение внешней задолженности и обратный отлив иностранных эффектов за границу.

#### 4. Три типа стран в системе международных перемещений капитала

Накануне войны, несмотря на взаимное переплетение иностранных инвестиций, о котором мы говорили выше, отчетливо размежевывались три типа стран в зависимости от их положения в сфере международного перемещения капиталов<sup>1</sup>. Это, в-первых, экспортеры капиталов, у которых функция экспорта капиталов если и не была исключительной, то все же имела бесспорно решающее значение, ибо сумма чужих инвестиций в каждой из них была в несколько раз меньше их собственных помещений в других странах:

во-вторых, импортеры — экспортеры капиталов: сюда относятся страны по общему правилу ввозившие к себе значительные суммы чужих средств, но начавшие в то же время и вывозить, отчасти обратно, но главным образом в других направлениях свои собственные или занятые капиталы. При этом сумма их экспорта составляет уже довольно значительную долю суммы импортированных средств;

и в-третьих, импортеры капитала в собственном смысле, которые либо совсем не имеют инвестиций в других странах, либо имеют вложения совершенно незначительные и абсолютно и относительно.

В последний период перед началом мировой войны к первой группе относились 6 стран: Англия, Франция, Германия, Швейцария, Бельгия и Голландия. Вторую группу труднее отграничить столь же определенно, ибо по ряду второстепенных стран совершенно отсутствуют материалы, необходимые для характеристики их позиции в сфере международного перемещения капитала. Во всяком случае, сюда относились 5 стран: Соединенные Штаты, Австро-Венгрия, Италия, Швеция и Япония. Под сомнением еще находятся Дания и Норвегия. Однако их помещения капитала за границей в абсолютном выражении представляют собой столь незначительные суммы, что ими можно пренебречь. Наконец, к третьей группе относятся все остальные страны, из коих некоторые несомненно имели определенное количество иностранных эффектов и пр. видов инвестиций, но только в совершенно незначительных суммах.

В дальнейшем мы делаем попытку количественного выявления внешних инвестиций важнейших стран накануне мировой войны и их переплетения между собою, а равно и долей, приходящихся на них в общей сумме мирового экспорта капиталов.

Хотя мы используем при этом всю имеющуюся литературу вопроса, мы отлично сознаем всю неточность и неполноту наличных материалов и всю приближенность полученных нами конечных итогов.

Все же реальное значение последних должно значительно повыситься потому, что неточности в оценке отдельных элементов неизбежно должны в разные стороны отклоняться от действительности и тем самым в известной мере компенсировать друг друга.

<sup>1</sup> Ср. несколько отличные классификации и характеристики у W. Prion. *Der internationale Geld- und Kapitalmarkt nach dem Kriege*. München 1918, S. 13—14 и A. Sartorius v. Waltershausen. *Die Weltwirtschaft und die staatlich geordneten Verkehrswirtschaften*. Leipzig, 1926, S. 184.

Из отдельных стран мы рассматриваем все 6 стран первой группы и первые 4 страны из второй, ибо по Японии нет никаких обобщающих данных, которыми можно было бы воспользоваться.

Основное значение всюду в дальнейшем имеют долгосрочные инвестиции, краткосрочные же кредиты учитываются лишь в некоторых важнейших случаях и то за исключением товарных кредитов по экспорту и импорту, которые совершенно не поддаются оценке.

## II. Внешние инвестиции важнейших стран накануне войны

### 1. Англия

Внешние инвестиции Англии подверглись наиболее детальному исследованию в ряде работ Г. Пейша.<sup>1</sup>

Основываясь, с одной стороны, на данных подоходного налога с иностранных эффектов, а с другой — на весьма широко проведенном исследовании балансов предприятий, ведущих дела за границей, он исчислил сумму иностранных инвестиций Англии следующим образом:

|                    |       |                |
|--------------------|-------|----------------|
| В 1907 г. . . . .  | 2.694 | млн. фунт. ст. |
| „ 1910 „ . . . . . | 3.192 | „ „ „          |
| „ 1913 „ . . . . . | 3.715 | „ „ „          |

Эти цифры, однако, охватывают только инвестиции, облеченные в форму ценных бумаг и не включают всех частных непосредственных вложений в форме владения землей, ипотеками, филиалов торговых и промышленных предприятий, банковских депозитов и проч.<sup>2</sup> С другой стороны, некоторую часть приведенных сумм составляют эффекты, принадлежащие иностранцам. Оценивая в своей первой работе эту часть в 10%, т.-е. в 270 млн. фунт. ст., и присчитывая за счет прямых инвестиций и проч. круглым счетом 500 млн. фунт. ст. В последующих работах Г. Пейш дает такие цифры всех вообще английских капиталов за границей, хотя и оговаривает при этом, что считает их минимальными:

|                    |       |                |
|--------------------|-------|----------------|
| В 1907 г. . . . .  | 3.000 | млн. фунт. ст. |
| „ 1910 „ . . . . . | 3.500 | „ „ „          |
| „ 1913 „ . . . . . | 4.000 | „ „ „          |

Все остальные авторы, в сущности, воспроизводят какую-либо одну из цифр Г. Пейша.

<sup>1</sup> G. Paish. *Great Britain's Capital Investments in other Lands*. „Journal of Royal Statistical Society“, London, Vol. 72, 1909.

Его же. *Great Britain's Capital Investments in individual Colonial and Foreign Countries*.—Там же vol. 74, 1911.

Его же. *The Export of Capital and the Cost of Living*. „The Statist“, London, 14 February 1914, Supplement.

Н. Withers считает, что сумма краткосрочных кредитов Англии перед войной составляла в среднем 150—200 млн. фунт. ст. А. Lansburg („Der internationale Kapitalmarkt im Kriege und nach dem Kriege“. Stuttgart, 1916, S. 29) считает эти цифры даже преуменьшенными. С другой стороны, однако, известно, что в Лондон перед войной притекали значительные количества краткосрочных кредитов из-за границы, которые здесь и перераспределялись, так что собственно английских средств помещалось за границей в порядке краткосрочного кредитования, повидимому, очень немного. Это подтверждается и данными английского платежного баланса.

<sup>2</sup> См., напр., Th. H. Bogg's. *The international trade balance in theory and practice*. New-York, 1922, p. 81—2 and 105.

Так, например, Ф. Эйленбург говорит о 3,5 млрд. фунт. ст. для 1913 г.<sup>1</sup> Ч. К. Гобсон — сначала о 3,5, а затем о 3,7 млрд., Сарториус-Вальтерсгаузен — о 3,8 млрд. для 1914 г., Ллойд-Джорж в одной из речей военного времени — о 4,0 млрд. «к началу 1915 г.» и т. д.<sup>2</sup>

Какие цифры о помешениях иностранного капитала в Англии можно противопоставить этим?

Французская правительственная анкета 1902 г. определяет сумму французских капиталов в Англии в 1.000 млн. франков, что составляет 20 млн. фунт. ст.<sup>3</sup>, А. Неймарк для 1908 г. и Г. Моультон и К. Льюис для 1914 г. дают меньшую цифру в 500 млн. фр.

В Германии за 18 лет с 1897 по 1914 г. было допущено к котировке (т.-е. в большинстве случаев эммитировано) английских ценностей лишь на 66 млн. марок<sup>4</sup>. Тем не менее, инвестиции германского капитала в Англии были гораздо более значительны. Это выяснилось во время войны, после того как имущество подданных вражеских государств было отчасти реквизировано, отчасти взято на особый учет. По отчету правительственного уполномоченного по надзору за этим имуществом, опубликованному в декабре 1916 г., в английских акционерных обществах имелось капиталов подданных вражеских стран (т.-е. преимущественно Германии) на 32 млн. фунт. ст., все же неприятельское имущество оценено в 71 млн. фунт. ст.<sup>5</sup> Значительная часть этой суммы состояла из банковских депозитов, но все же определенную долю составляли филиалы германских не-акционерных предприятий и пр. виды имущества, которые при ликвидации были вероятно недооценены, а отчасти и расхищены<sup>6</sup>. Поэтому, Г. Давид считает повидимому имея в виду одни только долгосрочные инвестиции, что «истинная ценность германских предприятий в Англии в момент возникновения войны значительно превышала 1 миллиард марок».<sup>7</sup>

Кроме того, несомненно имелись значительные вложения голландского и, отчасти, бельгийского капитала. Все же все эти суммы вместе взятые не превысят 200 миллионов фунтов стерлингов, — цифра, которая встречается иногда в литературе,<sup>8</sup> хотя и без указания ее оснований.

Таким образом, мы получаем общую сумму английских капиталов за границей (брутто — инвестиции) — в 4.200 млн. фунтов, сумму иностранных капиталов в Англии — в 200 млн. (встречные инвестиции) и, наконец, сумму нетто-инвестиций — в 4.000 млн. ст. При таком соотношении, чужие капиталы в Англии составят лишь 4,8% ее собственных средств, помещенных за границей.

<sup>1</sup> F. Eulenburg. Internationale Kapitalbildung nach dem Kriege „Weltwirtschaftliches Archiv“ Bd. 19, Heft 3, Juli 1923, S. 585.

<sup>2</sup> Впрочем, в немецкой литературе встречаются иногда цифры, отличающиеся от оценок Г. Пейша. Так, напр., уже в 1911 г. Glaser, реферируя в журнале „Die Bank“ исследование Пейша, считал необходимым повысить его цифру с 3,5 млрд. ф. ст. по крайней мере, до 4 млрд.

<sup>3</sup> F. Eulenburg в работе „Weltwirtschaftliche Solidarität der Völker“. Berlin, 1922, S. 37, писал даже о 90 млрд. мар., что составляет 4,5 млрд. ф. ст. С другой стороны P. Arndt. Neue Beiträge zur Frage der Kapitalanlage im Auslande („Zeitschrift für Sozialwissenschaft“, Neue Folge, Bd. VI, 1915, Heft 5, S. 311) считает оценки Г. Пейша сильно преувеличенными и останавливается для 1914 г. на цифре в 3 млрд. фунт. ст.

<sup>4</sup> Но все эти индивидуальные цифры не только не основаны на каком-либо исследовании вопроса, но и не приводят сколько-нибудь веских соображений в пользу изменения данных Г. Пейша.

<sup>5</sup> Литературу по Франции см. в следующем параграфе.

<sup>6</sup> P. Arndt. цит. соч. „Zeitschrift für Sozialwissenschaft“, 1915, Heft 7.

<sup>7</sup> По отчету „Daily Telegraph“ от 8 декабря 1916 г.

<sup>8</sup> H. David. Das deutsche Auslandskapital und seine Wiederherstellung nach dem Kriege. „Weltwirtschaftliches Archiv“, Bd. 14, Heft 1, Januar 1919, S. 49.

<sup>9</sup> Там же стр. 50.

<sup>10</sup> Напр., F. S. Schmidt. Internationaler Zahlungsverkehr und Wechselkurse. Leipzig, 1922, S. 21.

## 2. Франция

Значительно труднее сколько-нибудь точно определить сумму иностранных инвестиций Франции.

В таблице 1 мы сопоставляем 40 различных оценок этой величины за время с 1850 по 1914 г.<sup>1</sup> Для 1913—14 г. эти оценки колеблются в пределах от 40 до 65, а в одном случае даже 80 млрд. фр.

Отправным пунктом для всех этих оценок являются цифры редактора журнала Le Rentier постоянного докладчика по международной статистике биржевых ценностей. А. Неймарка, который оценивал сумму иностранных ценных бумаг во Франции в 1912 г. в 40—42 млрд. фр.<sup>2</sup> Другие французские экономисты Эд. Тэри, А. Пейеримгоф,<sup>3</sup> Жермен Мартен<sup>4</sup> давали обычно более высокие цифры, при чем последние два называют «не менее 50 миллиардов».

Немецкие экономисты по общему правилу выше оценивают искомую сумму: Ф. Эйленбург — «не менее 50 млрд.»<sup>5</sup>, Пауль Арндт — 55—65 млрд.<sup>6</sup>, А. Сарториус-Вальтерсгаузен считает эти цифры несколько высокими для французских инвестиций в иностранных ценных бумагах, но соглашается принять их для всех внешних инвестиций вообще.<sup>7</sup> В позднейшей работе он, однако, пишет (с той же оговоркой) лишь о 50—60 млрд.<sup>8</sup> П. Клейст говорит о 55—60 млрд.<sup>9</sup> Ф. Шмидт — о 65 млрд.<sup>10</sup>, а М. Палий — даже о 80 млрд.<sup>11</sup>

Особо нужно отметить две оценки так сказать международного характера. Это цифры Г. Моультона и К. Льюиса в исследовании о французском государственном долге, опубликованном Вашингтонским институтом экономики, — 45 млрд. фр.,<sup>12</sup> и та же сумма, сообщенная, под явным влиянием работы Г. Моультона, французским правительством в исчислении платежного баланса Франции Экономическому отделу Лиги Наций.<sup>13</sup> Нужно сказать, однако, что расчет Г. Моультона и К. Льюиса содержит явные недооценки по ряду стран<sup>14</sup> и включает, повидимому, только инвестиции в ценных бумагах.

Поэтому реальную сумму французских капиталов за границей нужно признать равной, по крайней мере, 55 млрд. Этой сумме противостоит определенное количество иностранных капиталов во Франции. А. Неймарк, имея в виду опять-таки только эффекты, оценивает их в 10% всей суммы имеющихся во Франции ценных бумаг, что составляет для 1912 г.,

<sup>1</sup> H. Moulton et Cl. Lewis. La dette française. Paris, 1926, p. 237 приводя сопоставление 30 оценок, которые мы пополняем еще десятью.

<sup>2</sup> A. Neumark. La statistique internationale des valeurs mobilières.—„Bulletin de l'Institut International de Statistique“ vol. XX, 2-e livraison, Vienne 1915, p. 1406.

<sup>3</sup> H. Peyerimhoff. Статья в сборнике „Les interets économiques et rapports internationaux a la veille de la guerre“ Paris, 1915.

<sup>4</sup> Germain Martin. Les finances publiques de la France et la fortune privée (1914—1925) Paris, 1925, p. 33.

<sup>5</sup> F. Eulenburg. Die Kapitalbildung nach dem Kriege. „Weltwirtschaftliches Archiv“ Bd. 19, Heft 3, Juli 1923, S. 376.

<sup>6</sup> P. Arndt. Neue Beiträge etc. „Zeitschrift für Sozialwissenschaft“, 1915, Heft 6.

<sup>7</sup> A. Sartorius v. Waltershausen. Einführung in das Studium der Weltwirtschaft. Füssen a. L. (1924) S. 21.

<sup>8</sup> Его же. Die Weltwirtschaft etc. 1926, S. 185.

<sup>9</sup> H. J. Kleist. Die ausländische Kapitalbeteiligung in Deutschland. Berlin, 1921, S. 27.

<sup>10</sup> F. S. Schmidt. Internationaler Zahlungsverkehr und Wechselkurse. Leipzig, 1922, S. 20 und 35.

<sup>11</sup> M. Palyi, цит. соч., стр. 19.

<sup>12</sup> H. Moulton et Cl. Lewis, цит. соч., стр. 24, 26, 249.

<sup>13</sup> „Memorandum sur les balances des payments et les balances du commerce. 1911—1925“ (Société des Nations) Genève, 1926.

<sup>14</sup> Об этом подробно в след. главе.

примерно, 7 млрд. фр.<sup>1</sup> Повышая ее для 1913 г. на ½ млрд. и прибавляя 1 млрд. за счет всех прочих инвестиций, мы получим наиболее вероятную цифру в 8½ млрд. фр.

Таблица 1

Оценка суммы французских капиталов за границей  
(в миллиардах франков)

| Годы         | Оценки      | Авторы оценок                 |
|--------------|-------------|-------------------------------|
| 1850         | 2,5         | E. Théry                      |
| 1869         | 10          | A. Neymark                    |
| 1870         | 12—14       | Léon Say                      |
| 1880         | 12—15       | P. Leroy-Beaulieu             |
| 1880         | 15          | A. Neymark                    |
| 1888         | 20          | A. Neymark                    |
| 1898         | 20          | A. Neymark                    |
| 1892         | 21          | E. Théry                      |
| 1897         | 26          | R. G. Lévy                    |
| 1897         | 26,2        | E. Théry                      |
| 1899         | 27          | E. Théry                      |
| 1899         | 20,3        | A. Neymark                    |
| 1902         | 25—27       | A. Neymark                    |
| 1902         | 30          | Официальная анкета            |
| 1904         | 27—30       | A. Neymark                    |
| 1906         | 30—32       | A. Neymark                    |
| 1907         | 37—15       | E. Théry                      |
| 1908         | не менее 30 | A. Neymark                    |
| 1908         | 32—35       | A. Neymark                    |
| 1908         | 38          | E. Théry                      |
| 1909         | 40          | E. Crammond                   |
| 1910         | 38—40       | A. Neymark                    |
| 1910         | 40          | W. Zollinger                  |
| 1912         | 40—42       | A. Neymark                    |
| 1912         | 40          | V. Guyot                      |
| 1913         | не менее 50 | A. Peyerimhoff                |
| 1913         | 45          | Официальн. платежн. баланс    |
| 1914         | 50          | G. Martin                     |
| Перед войной | 40          | L. Klotz                      |
| " "          | 42          | Colson                        |
| " "          | 45          | C. K. Hobson                  |
| " "          | 45          | H. Moulton et C. Lewis        |
| " "          | 50          | B. Raynad                     |
| " "          | не менее 50 | F. Eulenburg                  |
| " "          | 50—60       | A. Sartorius v. Waltershausen |
| " "          | 55—65       | A. Sartorius v. Waltershausen |
| " "          | 55—60       | J. Kleist                     |
| " "          | 55—65       | P. Arndt                      |
| " "          | 65          | F. S. Schmidt                 |
| " "          | 80          | M. Palyi                      |

Однако, рассматривая материалы важнейших стран, экспортирующих капиталы, мы можем нащупать и определить происхождение лишь часть этой суммы.

Английские инвестиции во Франции, по данным Г. Пейша, не превышают 8 млн. фунт. ст., что составляет лишь 200 млн. фр. В Германии за последние 18 лет перед войной французские ценности вообще не эмитировались и не допускались к биржевой котировке, хотя определенное количество германских капиталов во Франции несомненно имелось.

<sup>1</sup> А. Неймарк, цит. соч. стр. 1404.—Эту цифру принимают также Г. Моултон и К. Льюис. (цит. соч.) Ф. Шмидт говорит даже только о 5 млрд. фр., не указывая обоснования этой цифры.

Зато весьма значительные суммы имела во Франции Швейцария, а также Бельгия и Голландия. О первой можно предположительно говорить, судя по общей сумме ее внешних инвестиций,<sup>1</sup> по крайней мере, об 1—2 млрд. фр. Для Бельгии сильно преуменьшенный расчет 1910 г. указывает цифру инвестиций в 137 млн. фр. Судя по тому, что общая сумма этого расчета составляет лишь около 40% реального размера их,<sup>2</sup> можно думать, что помещения во Франции достигли, примерно, 400 млн. фр.

Вложения Голландии, к сожалению, не поддаются количественному определению.

Если все же принять приведенные выше итоговые оценки, то окажется, что чужие капиталы во Франции составляли лишь около 15,4% ее собственных помещений за границей.

### 3. Германия

Еще труднее определить сколько-нибудь точно цифру внешних инвестиций Германии. Это видно из таблицы 2, где сопоставлены 30 различных оценок суммы германских капиталов за границей с 1892 г. по 1914 г.<sup>3</sup> Для последнего предвоенного периода оценки колеблются в пределах от 20 до 35 млрд. марок. Кроме того, в литературе упоминаются оценки еще более высокие — до 40 млрд. марок,<sup>4</sup> так что максимальные превышают минимальные в 1¾ и даже в 2 раза.

Причина такого разбоя несомненно заключается в отсутствии сколько-нибудь полных исследований вопроса и в составлении оценок в лучшем случае на основании частичных, а нередко, даже случайных показаний. Кроме того, значительное число расхождений объясняется обычными различиями в объеме учитываемых явлений: инвестиции брутто и нетто, оценка только иностранных эффектов или также и прямых вложений, оценка только долгосрочных или также и краткосрочных кредитов. Наконец, особенно спорным в немецкой литературе является вопрос об отливе иностранных ценных бумаг за границу в последние годы перед войной.

Первые оценки суммы экспортированных из Германии капиталов восходят к началу 90-х годов. В основу их легли материалы, собранные при проведении биржевой реформы в Германии. Их дефектом, однако, является то обстоятельство, что они касаются только иностранных ценных бумаг. В 1898 и 1904 гг. германское морское министерство при посредстве консульского аппарата произвело специальное обследование реальных вложений германских капиталов в заокеанских странах. Дефектами этих обследований было во-первых, то, что они захватили только заокеанские страны, да еще Турцию, ибо только эти последние соприкасались с кругом интересов морского ведомства, и во-вторых, то, что учитывались только реальные вложения, тогда как простое владение иностранными ценными бумагами этим путем не могло быть учтено. Полученные цифры, опубликованные морским министерством, неоднократно заподозрились в преувеличении действительного размера германских капиталов, ибо поводом для осуществления обследования было в обоих случаях проведение новых судостроительных программ в рейхстаге и стремление морского ведомства доказать необходимость для Германии иметь сильный военный флот в целях защиты ее иностранных инвестиций. В 1905 г. морское министерство опубликовало и суммарную

<sup>1</sup> См. об этом ниже — § 5.

<sup>2</sup> См. об этом ниже — § 6.

<sup>3</sup> Другие сводки таких оценок с меньшим числом их, чем в нашей таблице, можно найти у J. Risser. Die deutschen Grossbanken und ihre Konzentration. 4 Aufl. Jena, 1912.—J. M. Keynes. The economic consequences of the Peace. London, 1920. H. Moulton and G. Mc Guire. Germany's Capacity to pay. New-York 1923 (22 оценки).

<sup>4</sup> P. Arndt. цит. соч.—F. Sternberg. Der Imperialismus, 1926.

Таблица 2

Оценка суммы германских капиталов за границей  
(в миллиардах марок)

| Годы           | Оценки | Авторы оценок                 |
|----------------|--------|-------------------------------|
| 1892           | 10     | G. Schmoller                  |
| 1892—1893      | 13     | Christians                    |
| 1893—1894      | 15     | Miquel (только для Пруссии)   |
| 1905           | 12     | Koch                          |
| 1905           | 25     | K. Ballod                     |
| 1905           | 24—25  | Морское министерство          |
| 1905           | 26     | E. Halle                      |
| 1906           | 24—25  | J. Riesser                    |
| 1909           | 16     | Koch                          |
| 1912           | 30     | E. Crammond                   |
| 1912           | 30     | A. Steinmann-Bucher           |
| 1912           | 20     | E. Crammond                   |
| 1913           | 35     | P. Arndt                      |
| К началу войны | 35     | B. Harms                      |
| " "            | 20     | K. Helfferich                 |
| " "            | 20,25  | K. Singer                     |
| " "            | 35     | A. Müller                     |
| " "            | 20     | C. K. Hobson                  |
| " "            | 30     | G. Paish                      |
| " "            | 25     | K. Ballod                     |
| " "            | 25     | Pistorius                     |
| " "            | 25     | A. Steinmann-Bucher           |
| " "            | 18—25  | Правительственная перепись    |
| " "            | 34     | H. David                      |
| " "            | 34     | F. Lenz                       |
| " "            | 20     | H. Moulton                    |
| " "            | 28     | Mc. Kenna                     |
| " "            | 25—30  | M. Palyi                      |
| " "            | 30     | A. Sartorius v. Waltershausen |

оценку всех вообще внешних помещений германского капитала, которые были определены в размере 24—25 млрд. марок.

Из числа предвоенных оценок наибольшее значение имеет, с одной стороны цифра К. Гельффериha в 20 млрд. марок,<sup>1</sup> а с другой стороны — цифра П. Арндта в 35 млрд. марок.<sup>2</sup> Остальные оценки, по существу, либо воспроизводят одну из этих цифр, либо вносят в них какие-нибудь поправки явно второстепенного значения, или наконец, располагаются между ними, тяготея к золотой середине.

Некоторая проверка этих цифр оказалась возможной только во время войны. В августе 1916 г. германское правительство под давлением валютных нужд произвело в принудительном порядке регистрацию всех имевшихся в стране иностранных эффектов. Эта перепись выявила наличие в Германии иностранных ценных бумаг на сумму в 16.248 млн. марок.<sup>3</sup> При этом в порядке оценки было установлено, что за 2 года с начала войны за границу утекло иностранных ценных бумаг еще на 2 млрд. марок.<sup>4</sup> А так как цель произведенной регистрации была очевидна — отчуждение иностранных эффектов в пользу государства, — то можно считать несомненным, что

<sup>1</sup> К. Гельффериha. Развитие народного хозяйства Германии с 1888—1913 г. Пер. под ред. С. А. Фалькнера. Москва 1920 г.

<sup>2</sup> P. Arndt. Deutschlands Stellung in der Weltwirtschaft. 2 Aufl. Leipzig, 1913, S. 29.

<sup>3</sup> „Wirtschaft und Statistik“ 1923, № 2, S. 64.

<sup>4</sup> „Die Bank“, Jahrg. 1916.

более или менее значительная часть их была скрыта и не попала в общую сумму. Уже это одно показывает, что накануне войны в Германии имелось одних только иностранных эффектов на сумму свыше 20 млрд. марок, и что общая сумма ее внешних инвестиций неизбежно должна была быть гораздо ближе к максимальной цифре П. Арндта, чем к минимальной К. Гельффериha.

Из числа послевоенных оценок представляют интерес расчеты Г. Давида<sup>1</sup> и Ф. Ленца,<sup>2</sup> находящиеся под явным влиянием указаний П. Арндта и выявляющих внутреннюю структуру германского экспорта капиталов скорее интуитивно, чем на основании каких-либо материалов. Обе оценки незначительно расходятся друг с другом и могут быть сведены к следующему:

|   |                   |
|---|-------------------|
| 1) иностранные ценные бумаги в Германии . . . . .   | 20—22 млрд. мар.  |
| 2) прямые помещения капиталов за границей . . . . . | 10—11 „ „         |
| 3) краткосрочные кредиты <sup>3</sup> . . . . .     | 3—3½ „ „          |
| Итого . . . . .                                     | 34—34½ млрд. мар. |

В 1923 г. вопрос о сумме германских капиталов за границей стал предметом специального обследования международной комиссии под председательством Мак-Кенна, работавшей параллельно с комиссией Дауэса. Весьма краткий отчет о работах этой комиссии, к сожалению, приводит одну лишь итоговую оценку в 28 млрд. золотых марок, которая «может быть принята, как выражающая общую сумму германских капиталов за границей к моменту объявления войны». <sup>4</sup> При этом прямо оговаривается, что «при производстве этой оценки ценные бумаги учитывались по номинальной ценности в золотых марках».

Некоторое время спустя Герц<sup>5</sup> опубликовал более детальные данные об основаниях расчета комиссии Мак-Кенна, которые с его дополнениями, повидимому, сводятся к следующему:

Германские капиталы за границей:

|   |                 |
|---|-----------------|
| 1) иностранные эффекты в Германии . . . . .     | 20,5 млрд. мар. |
| 2) вложения в предприятия за границей . . . . . | 11,0 „ „        |
| 3) владение землей и ипотеками . . . . .        | 1,0 „ „         |
| Итого . . . . .                                 | 32,5 млрд. мар. |

Иностранные капиталы в Германии:

|   |                |
|---|----------------|
| 1) германские эффекты за границей . . . . .               | 1,6 млрд. мар. |
| 2) участие иностранных капиталов в предприятиях . . . . . | 1,0 „ „        |
| 3) владение землей и ипотеками . . . . .                  | 0,1 „ „        |
| Итого . . . . .   | 2,7 млрд. мар. |

<sup>1</sup> H. David. Das deutsche Auslandskapital etc. „Weltwirtschaftliches Archiv“. Bd. 14, Heft 1, Januar 1919.

<sup>2</sup> F. Lenz. Wesen und Struktur des Deutschen Kapitaleexports vor 1914. Там же Bd. 18, Heft 1, Juli 1922, S. 48.

<sup>3</sup> Вопрос о краткосрочных кредитах является одним из наиболее спорных при определении положения Германии в сфере международных перемещений капиталов. Г. Давид, Ф. Ленц и мн. др. настаивают на том, что Германия кредитовала своих покупателей при экспорте в среднем на 3—4 месяца, почти не получая кредитов при импорте, т.-е. являлась кредитором в размере 1/4—1/3 ценности всего ее годового экспорта. Другая же группа экономистов — О. Шварц, К. Зингер, П. Арндт и теперь особенно Г. Моультон и К. Льюис — столь же категорически утверждают, что Германия нередко получала сама краткосрочных кредитов гораздо больше, чем предоставляла их, и что ее внешние инвестиции могли осуществляться лишь путем перенапряжения ее собственных и использования чужих хозяйственных ресурсов.

<sup>4</sup> „План решения репарационного вопроса. — Доклады комиссии экспертов под председательством Дауэса и Мак-Кенна“. Пер. под ред. и с предисловием С. А. Фалькнера, Москва, 1925, стр. 160.

<sup>5</sup> „Frankfurter Zeitung“ от 10 апреля 1924 г. Цит. М. Спектатором в добавлении к книге Ч. К. Гобсона „Экспорт капитала“. Москва, 1928 г. стр. 226.

Чистое активное сальдо в пользу Германии по этому расчету составляет 29,8 млрд. марок, что не противоречит цифре комиссии Мак-Кенна, так как последняя учитывала ценные бумаги лишь по номиналу.

Но если сумма внешних инвестиций Германии является в достаточной мере спорной, то еще проблематичнее оценка иностранных капиталов в Германии. Здесь отношение максимума к минимуму равно не 2, а чуть ли не 10. Так, например, А. Сарториус-Вальтерсгаузен считает эту цифру незначительной,<sup>1</sup> тогда как последняя работа Вашингтонского института экономики, руководимого Г. Моультоном, оценивает ее в 5 млн. марок.<sup>2</sup>

Если сопоставить с этими цифрами данные по важнейшим странам, экспортирующим капитал, то мы найдем в большинстве случаев лишь сравнительно небольшие суммы. Так, английских капиталов в Германии Г. Пейш насчитывал всего лишь 6,4 млн. фунт. ст., т.е. около 128 млн. марок. Крайне противоречивые оценки дают французские экономисты для французских капиталов в Германии. Э. Тэри в 1909 г. оценивает их в 600 млн. фр.<sup>3</sup> Жермен Мартен для 1914 г. говорит даже об 1 млрд. фр., тогда как А. Неймарк оценивает в 1908 г. в 500 млн. фр. помещения Франции в 4 странах вместе взятых (Германия, Турция, Сербия и Болгария), а Г. Моультон и К. Льюис вообще не упоминают о Германии в числе французских должников в 1914 г.

Довольно крупные капиталы имела в Германии Бельгия; даже по сильно преуменьшенной оценке 1910 г. они определялись в 244 млн. фр., так что в действительности к 1914 г. они составляли, повидимому, не менее 500—600 млн. фр. Далее довольно значительные суммы инвестировали здесь также Голландия и Австро-Венгрия. Дать им какое-либо цифровое выражение, к сожалению, не представляется возможным. Все же со всеми возможными накидками все это не превысит 2.700 млн. марок, сообщаемых у Герца.

Если принять цифры этого последнего, то окажется, что пассив Германии в сфере международных перемещений капиталов перед войной составлял лишь 8,3% ее актива.

#### 4. Швейцария

Вопрос об экспорте капиталов из Швейцарии подвергался рассмотрению в ряде работ Т. Гееринга, М. Курца, В. Цоллингера, Ю. Ландмана, Э. Вальдер-Геене и др.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> A. Sartorius v. Waltershausen. Die Weltwirtschaft etc. Leipzig, 1926, S. 186.

<sup>2</sup> Интересно проследить происхождение этой последней цифры. В первой публикации Вашингтонского института экономики (H. Moulton and G. Mc. Guire. „Germany's capacity to pay“—New-York, 1923) вопрос о встречных вложениях иностранных капиталов в Германии вообще не рассматривался. Ставился вопрос только о чистом активном сальдо германского экспорта капиталов (нетто-инвестиции), которое и определялось в размере 20 млрд. марок несмотря на то, что это противоречило большинству показаний немецких экономистов. Во второй работе института, выпущенной по поводу опубликования плана Дауэса (H. Moulton. „The reparation plan“ New-York, 1924), цифра комиссии Мак-Кенна в 28 млрд., подверглась критике с той точки зрения, что это сумма инвестиции брутто, „которой противостоят ссуды иностранцев Германии в размере многих миллиардов золотых марок“. Наконец, в третьей работе института о французском государственном долге (H. Moulton and C. Lewis „The French Debt Problem“ New-York, 1925) дается уже оценка всех трех величин, при чем германские инвестиции брутто определяются в 25 млрд., а встречные иностранные инвестиции в 5 млрд. марок. Все это, однако, производит впечатление желания спасти во что бы то ни стало явно преуменьшенную в самом начале оценку нетто-инвестиций в 20 млрд. марок.

<sup>3</sup> Источники этой и следующих цифр указаны выше в § 2 (Франция).

<sup>4</sup> T. Geering und R. Hotz. Wirtschaftskunde der Schweiz. Zürich, 1914.—W. Zollinger. Die Bilanz der internationalen Wertübertragungen. Eine Studie über die

Недавно он был подвергнут исследованию в специальной работе М. Фарлендера о народном богатстве Швейцарии в 1913 г.<sup>2</sup>

Последний приходит в конце-концов к цифрам, которые могут быть сопоставлены в следующую таблицу:

#### Швейцарские капиталы за границей:

|  |       |      |                  |
|--|-------|------|------------------|
| 1) иностранные ценные бумаги . . . . .     | 5.613 | млн. | фр. <sup>2</sup> |
| 2) иностранные девизы . . . . .            | 76    | „    | „                |
| 3) торговые и пром. предприятия . . . . .  | 1.200 | „    | „                |
| 4) ипотеки . . . . .                       | 383   | „    | „                |
| 5) в иностранных страховых о-вах . . . . . | 195   | „    | „                |

Итого . . . 7.467 млн. [фр.]

#### Иностранные капиталы в Швейцарии:

|  |       |      |     |
|--|-------|------|-----|
| 1) швейцарские ценные бумаги . . . . .         | 1.439 | млн. | фр. |
| 2) торговые и пром. предприятия . . . . .      | 300   | „    | „   |
| 3) ссуды швейцарским страховым о-вам . . . . . | 100   | „    | „   |

Итого . . . 1.839 млн. фр.

Чистое активное сальдо в пользу Швейцарии составляет таким образом 5.528 млн. франков.<sup>3</sup>

Для проверки суммы чужих капиталов в стране мы применяли обычно сопоставление данных по важнейшим странам, экспортирующим капиталы. В данном случае, однако, сделать это труднее чем где-либо, ибо важнейшие данные об инвестициях французских капиталов чрезвычайно сильно расходятся. Обследование 1902 г. дает сумму французских инвестиций в Швейцарии в 460 млн. Эта цифра, однако, немедленно была опровергнута специальным исследованием Т. Гееринга, который исчислил французские капиталы для 1902 г. в 750, а для 1903 г.—в 900 млн. франков.<sup>4</sup> Тем не менее, А. Неймарк для 1908 г. и Г. Моультон и К. Льюис для 1914 г., которым работа Т. Гееринга, повидимому, осталась неизвестна, говорят также о 500 млн. фр., явно воспроизводя цифру правительственной анкеты. Зато Э. Тэри для 1909 г. дает, повидимому, несколько преувеличенную цифру в 1.450 млн. фр.<sup>5</sup>

В Германии за последние 18 лет перед войной было допущено к котировке на 296 млн. марок швейцарских ценностей, т.е., примерно, на 370 млн. фр. Английские и итальянские инвестиции здесь были незначи-

Zahlungsbilanz und die ausländische Kapitalanlagen der Schweiz. Jena, 1914.—M. Kurz. Der Einfluss des Effektenverkehrs auf die Zahlungsbilanz der Schweiz. „Zeitschrift für schweizerische Statistik und Volkswirtschaft“. Jahrg. 50, 1914.—J. Landmann. Der schweizerische Kapitalexport. Там же, Jahrg. 52, 1916, Heft 4.—E. Walder-Heene. Die schweizerische Kapitalinteressen im In- und Auslande und ihr Schutz. St.-Gallen, 1918.

<sup>1</sup> Max Fahrlander. Das Volksvermögen der Schweiz. Basel, 1918.

<sup>2</sup> М. Фарлендер, следуя за М. Курцем, считает, что из всей суммы имеющих в Швейцарии ценных бумаг, по крайней мере 1/3 приходится на иностранные эффекты. В. Цоллигер оперирует более низкими цифрами, говоря, что на каждые 100 единиц швейцарских ценных бумаг приходится 25 единиц иностранных. При этом, однако, он признает, что в банках это отношение повышается до 41,50/0 в обществах финансирования и участия почти до 100/0, у страховых об-в до 81,50/0 (W. Zollinger, цит. соч. стр. 141). Наконец, Е. Вальдер-Геене считает, что иностранные эффекты составляют около 1/4 всех швейцарских вложений в ценные бумаги вообще и оценивает последнюю величину в 17 млрд., а первую в 4,5 млрд. фр. (E. Walder-Heene, цит. соч., стр. 15 и след.).

<sup>3</sup> Ср. также цифры J. Landmann'a в „La Suisse économique et sa législation sociale“ 1922, р. 186 и след., который суммарно внешние инвестиции Швейцарии накануне войны оценивает в 5 млрд.

<sup>4</sup> T. Geering. Die Verschuldung der Schweiz an Frankreich Zürich, 1904.

<sup>5</sup> Источники указаны выше в § 2 (Франция).

тельны, зато несомненно имелись некоторые суммы голландского, бельгийского и австро-венгерского капитала.<sup>1</sup>

Все это вместе даст, во всяком случае, не меньше тех 1.840 млн., франков, которые исчислены иным путем М. Фарлендером.

### 5. Бельгия

Материалы по Бельгии были до недавнего времени совсем скудны. Они ограничивались частной оценкой инвестиций в 1910 г. с разбивкой по странам и с общим итогом около 2.750 млн. фр.<sup>2</sup>

Насколько эта цифра далека от действительности, показало введение перед войной нового штемпельного сбора с ценных бумаг. Низкие ставки этого сбора<sup>3</sup> позволили учесть почти всю основную массу иностранных эффектов, имеющихся в стране. К штемпелеванию было предъявлено иностранных ценностей на 6.400 млн. фр., сумма, которая путем различных дополнительных оценок повышается бельгийским экономистом Ф. Бодюэном до 7.000 млн. франков.<sup>4</sup>

К этому еще нужно прибавить капиталы бельгийских акционерных предприятий, работающих за границей. Общая сумма их исчисляется (по номиналу) в 2.136 млн. франков, из коих, однако, около 50% принадлежит иностранцам.<sup>5</sup>

Если прибавить сюда еще некоторую сумму за счет недооценки этих капиталов по сравнению с курсовой ценой, а также за счет частных владений не-акционерного типа, то мы получим вероятную цифру бельгийских капиталов за границей в 9.000 млн. франков.<sup>6</sup>

С другой стороны, суммы иностранных капиталов, размещенных в Бельгии были невелики. По данным правительственного комиссара по денежному обращению, во вновь организуемых акционерных обществах, работающих внутри страны, иностранный капитал участвовал в 1890 г. в размере 12%, в 1900 г. — 16%, в 1910 г. — 11%, а в 1913 г. — 22%. Поэтому, можно думать, что во всем капитале этих обществ, оценивавшемся в начале войны (по номиналу) в 2.465 млн. франков, иностранное участие

<sup>1</sup> Некоторое, хотя и весьма неточное, представление о помещенных в Швейцарии иностранного капитала различных национальностей может дать след. сопоставление держателей облигаций швейцарских железных дорог:

|                     |     |          |
|---------------------|-----|----------|
| Франция . . . . .   | 420 | млн. фр. |
| Германия . . . . .  | 67  | " "      |
| Бельгия . . . . .   | 8   | " "      |
| Голландия . . . . . | 2   | " "      |
| Англия . . . . .    | 3   | " "      |

Итого . . . . . 500 млн. фр.

Цифры у W. Zollinger, цит. соч., стр. 150.—Нужно иметь в виду однако, что в сумме дивидендного капитала и прямых вложений соотношение отдельных групп, конечно, иное.

<sup>2</sup> Данные журнала „Export“, Berlin от 24 ноября 1910 г.—Цит. у S. Schilder. Entwicklungstendenzen der Weltwirtschaft. Bd. I. Berlin, 1912, S. 365.

<sup>3</sup> Обложение иностранных ценных бумаг составляло 10%. Для уже имеющихся в Бельгии эффектов эта норма понижалась до 0,10% в случае предъявления к штемпелеванию в течение определенного срока.

<sup>4</sup> F. Baudhuin. Le capital de la Belgique et le rendement de son industrie avant la guerre. Louvain, 1924, p. 25—26.

<sup>5</sup> Там же, стр. 25 и 168.—Эту же норму принимает. L. Dupriez. Belgien und die internationale Kapitalbewegungen, 1919—1927.—„Schriften des Vereins für Sozialpolitik“. Bd. 174/III, München 1928, S. 52.

<sup>6</sup> Л. Дюприэ говорит суммарно о 8—9 млрд. фр. (цит. соч., стр. 56).

не превышало 16%, или 394 млн. франков. Тем не менее Кальман и Воверман<sup>1</sup> считают, что иностранцам принадлежит  $\frac{1}{3}$  всего акционерного капитала бельгийских обществ, включая и общества, работающие за границей, где на долю иностранного капитала приходится  $\frac{1}{2}$ . Ф. Бодюэн снижает эту итоговую долю до 30%, что составит около 1.850 млн. фр. Если принять эту цифру, то иностранные капиталы в бельгийских обществах, работающих дома, составят около 800 млн. фр. Прибавляя сюда некоторую сумму бельгийских ценных бумаг за границей<sup>2</sup> и прямые вложения в стране, мы получим цифру, примерно, около 1.300 млн. франков.

Сопоставляя с этим данные о размещении капиталов важнейших стран экспортеров, мы увидим следующее. Франция имела в Бельгии, повидимому, около 600—700 млн. франков. Германия допустила к котировке бельгийских ценностей за последние 18 лет перед войной лишь на 60 млн. марок,<sup>3</sup> английские инвестиции были так же невелики. Большие суммы имела, повидимому, Голландия.

В результате мы получаем, что пассив Бельгии в сфере международного движения капиталов составлял лишь 9,5% ее актива, а чистое активное сальдо достигало 7.700 млн. франков.

### 6. Голландия

Крайне трудно дать точное и сколько-нибудь обоснованное определение экспорта капиталов из Голландии. Эта тема совершенно не подвергалась в экономической литературе специальной разработке, несмотря на то, что Голландия является старейшим среди всех современных экспортеров капитала, имеющим позади себя весьма богатую и поучительную историю<sup>4</sup>.

Больше того: нам известна лишь одна и притом весьма суммарная оценка размера иностранных инвестиций Голландии накануне войны<sup>5</sup>). Эта оценка В. Нийга, определяющего эту величину в 3,5 миллиардов франков<sup>6</sup>.

Однако, сопоставляя ряд других данных, мы считаем возможным утверждать, что эта оценка преуменьшена по крайней мере на 1 млрд. и что действительная сумма внешних инвестиций Голландии была не менее 4½ млрд. флоринов. Мы проверяли эту сумму тремя различными путями, из коих вкратце изложим первые два.

<sup>1</sup> P. Wauwermans. Quelle est la fortune de la Belgique? Bruxelles, 1919.

<sup>2</sup> В течение многих лет государственные и коммунальные займы Бельгии выпускались исключительно на внутреннем рынке. Единственное исключение составляет заем в 12 млн. фунтов ст., выпущенный в Лондоне в начале 1914. Им, однако, лишь консолидировался текущий долг в форме обязательств бельгийского казначейства, имевшийся на лондонском рынке.

<sup>3</sup> P. Arndt. Loco cit., 1915, Heft 7, S. 459.

<sup>4</sup> Именно эмпирический материал по истории Голландии дал, как известно, основание для построения теории государства — Рантье. См. об этом J. Hobson. Imperialism. A Study. London 1902 and 1905.—A. Sartorius v. Waltershausen. Das Volkswirtschaftliche System der Kapitalanlagen im Auslande. Berlin, 1907.—По истории голландского экспорта капиталов см. также Ч. К. Гобсон. Экспорт капитала. Москва 1928 и H. Vaasch. Holländische Wirtschaftsgeschichte. Jena, 1927 (с богатым указателем литературы).

<sup>5</sup> Ни единой обобщающей цифры мы не нашли не только в каких-либо общих работах, но и в только что появившейся специальной работе, написанной по заданию Германского союза социальной политики: Th. Metz. Die Niederlande und ihre Kredit im Ausland.—Schriften des V. f. S.—p. Bd. 174/III, München, 1928.

<sup>6</sup> Nyjgh. La politique financière de Pays-Bas pendant la guerre. La Haye, 1923, p. 13.

В 1883/86 гг. сумма голландских капиталов за границей была оценена Веррином-Стюартом в 2.241 млн. фл.<sup>1</sup> С тех пор народное богатство Голландии возросло почти в два раза: с 11 млрд. в 1885 г., по оценке того же автора, до 20 млрд. в 1915 г. по оценке Трейба<sup>2</sup>. Однако, доля иностранных эффектов в общей сумме народного богатства повидимому снизилась. По крайней мере в годичной наследственной массе (которая, как известно, является важнейшей основой для исчисления народного богатства в целом ряде стран) она понизилась по одному исчислению с 1889/93 г. по 1904/06 г. с 25,1% до 21,8%, а по другому исчислению с 1890/94 г. по 1910/14 г. с 28,6% до 23,8%.<sup>3</sup>

Учитывая это снижение, с одной стороны, и прибавляя некоторую сумму за счет не-акционерных вложений капитала за границей, филиалов предприятий и проч., мы и получим, примерно, 4,5 млрд. флоринов.

К этой же цифре можно подойти еще и другим путем. По сообщению германского консула в Голландии Р. Килиани, в Голландии, накануне войны имелось американских железнодорожных и проч. ценностей на 1 млрд. флоринов и русских ценных бумаг даже на 2 млрд.<sup>4</sup> Если первая сумма оценивается другими источниками еще выше,<sup>5</sup> то последняя цифра явно преувеличена.<sup>6</sup>

Но как бы не изменялось относительное значение этих двух величин, не подлежит сомнению, что сумма их обеих была не меньше 2 млрд. флоринов.

К этой величине нужно прибавить инвестиции в Голландской Индии. Общая сумма иностранных капиталов всех национальностей, размещенных здесь, оценивалась к 1924 г. в 3.200 млн. гульденов. Из них голландских было 2.350 млн.<sup>7</sup> Учитывая обесценение денег и новые помещения в течение последнего десятилетия, довоенные инвестиции голландского капитала можно оценить не менее чем в 1.200 млн. гульденов.

Таким образом, эти 3 рубрики дают уж сумму в 3.200 млн. Если же прибавить сюда весьма крупные инвестиции в Южной Африке (алмазные копи),<sup>8</sup> и в ряде других экзотических и европейских стран, то мы приходим к той же самой цифре в 4,5 млрд. фл. Так, например, в одной только Австро-Венгрии по данным 1903 г. насчитывалось голландских капиталов на 647 млн. крон.<sup>9</sup>

Этой цифре можно противопоставить лишь сравнительно небольшие помещения чужих капиталов в Голландии. Французских капиталов здесь насчитывалось, повидимому, не свыше 100—200 млн. франков,

<sup>1</sup> Цит. у R. Brandes de Roos. Industrie, Kapitalmarkt und industrielle Effekten in den Niederlanden. Haag, 1928, S. 69.

<sup>2</sup> Там же, стр. 51.

<sup>3</sup> Первое исчисление G. M. Boissevain, второе — F. M. Meyers.

<sup>4</sup> R. Kiliani. Die Grossbanken-Entwicklung in Holland und der mitteleuropäische Wirtschaft. 2 Aufl. Leipzig, 1923.

<sup>5</sup> K. Reibnitz. Amerikas internationale Kapitalwanderungen. Leipzig, 1926, S. 64—67 считает даже, что американских ценностей в Голландии в 1913 г. имелось на 700 млн. долларов, что составляет 1<sup>3</sup>/<sub>4</sub> млрд. флоринов.

<sup>6</sup> Все же по голландским данным в 1918 г. в стране имелось русских эффектов на 941.905.000 флор., а вся сумма кредитов России оценивалась в 1<sup>1</sup>/<sub>2</sub> млрд. флор.— R. Brandes de Roos, цит. соч., стр. 74.— Однако дата оценки (1918 г.) заставляет и здесь предположить скорее преувеличение, чем преуменьшение.

<sup>7</sup> „Wirtschaftsdienst“, № 47, 1924.

<sup>8</sup> Вся сумма иностранных капиталов в Южной Африке накануне войны равнялась по данным „Statist“ (от 23 мая 1914 г.) 450 млн. фунт. ст. Этой цифре противостоит цифра английских инвестиций, исчисленная Г. Пейшем в размере 370 млн. ф. ст. Из оставшихся 80 млн. фунт. ст. не меньше 40—50 млн. составлял голландский капитал.

<sup>9</sup> Мы проверили нашу оценку еще и третьим способом — капитализацией элементов платежного баланса Голландии. Однако, останавливаться далее на этом здесь уже нет нужды.

английских капиталов было еще меньше, в Германии было допущено к котировке голландских ценностей на 70 млн. марок (за 18 лет). Больше было бельгийских капиталов, сильно преуменьшенная оценка которых в 1910 г. насчитывает все же 70 млн. франков. Делая все возможные прибавки за счет не-акционерных инвестиций, мы получим сумму не свыше 350 млн. гульденов, что составляет лишь 7,8% заграничных инвестиций самой Голландии.

Таким образом, мы имеем данные, характеризующие в приближенных величинах, суммы экспорта и импорта капиталов всех 6 стран первой группы, группы старых экспортеров капитала, у которых импорт составляет лишь небольшой процент экспорта.

Из числа стран второй группы, мы остановимся лишь на 4-х важнейших: Соединенных Штатах, Австро-Венгрии, Италии и Швеции. Здесь всюду импорт капиталов гораздо выше экспорта. Однако, все они находились уже в переходном состоянии и суммы их экспорта капиталов не только быстро возрастали в динамическом аспекте, но статически, к началу войны, составляли довольно большой процент импорта.

Наиболее важным с точки зрения мирового хозяйства, однако, является то обстоятельство, что внешние инвестиции этих 4-х стран достигли уже и в абсолютном выражении довольно заметной величины и потому должны быть учтены при всякой попытке приблизиться к построению мирового баланса международных перемещений капитала.

#### 7. Соединенные Штаты

Цифры по Соединенным Штатам, к сожалению, не очень устойчивы.

В таблице 3 мы сопоставляем 20 различных оценок суммы инвестированных здесь иностранных капиталов за время с 1898 г. по 1914 г.

Иностранные капиталы в Соединенных Штатах Таблица 3

| Г о д ы   | Сумма в млн. долларов | А в т о р ы о ц е н о к      |
|-----------|-----------------------|------------------------------|
| 1898      | 1.856                 | K. Reibnitz                  |
| 1899      | 3.300                 | N. Bacon                     |
| 1899      | 3.000                 | H. Fisk                      |
| 1—1 —1899 | 2.800                 | Industrial Commission        |
| 1—1 —1901 | 3.000                 | " "                          |
| 1—1 —1902 | 1.400                 | " "                          |
| 1—1 —1902 | 1.500                 | W. Ford                      |
| 1—1 —1904 | 4.500                 | Ch. Connant                  |
| 1—1 —1904 | 4.500                 | „Statist“                    |
| 1—1 —1907 | 6.000—6.500           | Ch. Speare                   |
| 1910      | 5.240                 | K. Reibnitz                  |
| 1910      | 6.000                 | G. Paish *                   |
| 1914      | 4.000—5.000           | D. Crissinger                |
| 1914      | 5.300—6.000           | K. Reibnitz                  |
| 1914      | 5.500                 | Th. Boggs                    |
| 1914      | 5.000—6.000           | M. Palyi                     |
| 1914      | 5.000—6.000           | A. Sartorius v. Walterhausen |
| 1914      | 6.500                 | H. Coolings                  |
| 1914      | 6.000—7.000           | H. Fisk                      |
| 1914      | 7.000                 | F. Eulenburg                 |

Из цифр предвоенного времени едва ли не наиболее авторитетной считается оценка Г. Пейша, данная им в трудах Национальной комиссии по денежному обращению и равная для 1910 г. 6 миллиардам долларов.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> G. Paish. Trade balance of the United States. National Monetary Commission Reports Washington, 1910, p. 175.

С ней можно сопоставить несколько более низкую цифру К. Райбница в 5.240 млн. для 1910 г.<sup>1</sup> Его оценки суммы иностранных капиталов в 1914 г. разноречивы: в одном месте он просто округляет предшествующую цифру до 5.300 млн., тогда как в другом говорит о 5,5—6,0 млрд.<sup>2</sup>

С другой стороны Д. Криссингер дает для 1914 г. еще более низкую цифру в 4—5 миллиардов долларов,<sup>3</sup> основываясь повидимому, на предположении об обратном отливе американских ценностей из Европы в Америку в последние годы перед войной.

Другие авторы, основываясь на оценках Г. Пейша и Д. Криссингера, принимают обычно, в качестве наиболее верной, среднюю между ними. Так, Т. Боггс усваивает цифру в 5,5 млрд.,<sup>4</sup> М. Палий и А. Сариус-Вальтерсгаузен в 5—6 млрд. долл.<sup>5</sup>

Однако, Г. Фиск дает еще более высокую оценку чем Г. Пейш — от 6 до 7 млрд. долл.,<sup>6</sup> которая основывается повидимому на продолжении процесса импорта капиталов в Америку и в самые последние годы перед войной. Точно также Г. Кулингс считает установленной цифру в 6,5 млрд.<sup>7</sup>

Действительно, как показывают исчисления произведенные группой экономистов Гарвардского Университета, а также В. Кингом в «Национальном бюро экономических исследований»,<sup>8</sup> в последнее пятилетие перед войной, задолженность Соединенных Штатов увеличивалась в среднем на 52—60 млн. долл. Эти цифры представляют собою прирост нетто-инвестиций, как разности между импортом и экспортом капиталов Соединенных Штатов. Валовой же импорт был, конечно, значительно больше, ибо несмотря на отлив части американских эффектов обратно в Америку, новые эмиссии продолжали размещаться и скупаться в Европе. Так, напр., Г. Пейш для 1909 исчислял новый приток капиталов в Соед. Штаты в 184 млн. долл., а Д.ж. Кент для 1912 г. — в 100—150 млн. долл.<sup>9</sup>

Таким образом, цифру Д. Криссингера нужно считать необоснованной, а все «средние оценки», которые частично на нее опирались, — преуменьшенными.

Для более точного определения этой суммы интересно остановиться на вопросе о том, из каких элементов она складывалась, на национальной структуре импортированного в Соед. Штаты капитала.

В следующей таблице мы сопоставляем 4 различных оценки — Ч. Спэра для 1907 г., Г. Пейша и К. Рейбница для 1910 г. и Г. Фиска для 1914 г.

Как мы видим, наиболее спорными и неустойчивыми являются цифры германских и французских инвестиций.

Если обратиться к материалам отдельных стран, то мы увидим следующее.

<sup>1</sup> K. Reibnitz. Amerikas internationale Kapitalwanderungen. Berlin u. Leipzig, 1926, S. 7 und 60.

<sup>2</sup> Там же стр. 88 и 93.

<sup>3</sup> D. Krissinger. The financial contribution of the United States to the rehabilitation of the world since the war. „Economic World“, 1922, vol. 24, p. 415.

<sup>4</sup> Th. Boggs. The international trade balance in theory and practice. New-York, 1922, p. 60 and 75.

<sup>5</sup> M. Palyi. Die Zahlungsbilanz der Vereinigten Staaten von Amerika als Gläubigerland. — „Schriften des Vereins für Sozialpolitik“. Bd. 174/III. München 1928, S. 237.

<sup>6</sup> Г. Фиск. Междосоюзнические долги. Москва, 1925, стр. 220.

<sup>7</sup> H. Coolings. Die Kapitalexpansion der Vereinigten Staaten in Lateinamerika Jena, 1927, S. 4.

<sup>8</sup> Wilford J. King. The net volume of saving in the United States. — „Journal of American Statistical Association“ vol. XVIII, N 139 and 140, September and December 1922.

<sup>9</sup> Цит. у G. W. Taussig. International Trade. New-York, 1928, p. 296.

Таблица 4

Национальная структура импортированных в Соединенные Штаты капиталов  
(в млн. долл.)

| Страны              | Оценка Ч. Спэра для 1907 г. | Оценка К. Рейбница для 1910 г. | Оценка Г. Пейша для 1910 г. | Оценка Г. Фиска для 1914 г. |
|---------------------|-----------------------------|--------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| Англия . . . . .    | 4.000                       | 3.344                          | 3.500                       | 4.000                       |
| Германия . . . . .  | 1.000                       | 350                            | 750                         | 1.250                       |
| Голландия . . . . . | 700                         | 700                            | 750                         | 650                         |
| Франция . . . . .   | 300                         | 700                            | 500                         | 1.000                       |
| Швейцария . . . . . | 100                         | 100                            | —                           | —                           |
| Бельгия и прочие.   | —                           | 50                             | —                           | —                           |
| Итого . . . . .     | 6.100                       | 5.244                          | 6.000                       | 6.900                       |

По последней предвоенной оценке Г. Пейша английские капиталы в Соединенных Штатах исчислялись в 754,7 млн. ф. ст.,<sup>1</sup> т.-е. в 3.660 млн. долларов.

В Германии было допущено к котировке американских ценностей с 1897—1914 г. на 4.318 млн. марок,<sup>2</sup> т.-е. немного более, чем на 1.000 млн. долл. При этих условиях оценку Г. Фиска в 1.250 млн. долл. можно считать довольно близкой к действительности. Но французские инвестиции оцениваются самими французскими экономистами гораздо ниже, чем в приведенных 4-х сводках. Так, А. Неймарк для 1908 г. указывал цифру в 500—1.000 млн. долл., вместе с Канадой, Э. Тэри для 1909 г. — 800 млн. фр. только для Соединенных Штатов, Г. Моультон и К. Льюис для 1914 г. — 1.500 млн., также вместе с Канадой, одна американская журнальная статья указывает цифру в 2½ млрд.<sup>3</sup> и, наконец, оценка Жермена Мартена также, повидимому, близка к этой цифре.<sup>4</sup>

Все же нужно признать, что даже беря эту последнюю, мы получим лишь те же 500 млн. долл., которые были указаны Г. Пейшем для 1910 г.<sup>5</sup>

Тогда наиболее вероятное распределение иностранных инвестиций в Соединенных Штатах представится в след., примерно, виде:

|                     |                  |
|---------------------|------------------|
| Англия . . . . .    | 3.700 млн. долл. |
| Германия . . . . .  | 1.250 „ „        |
| Голландия . . . . . | 650 „ „          |
| Франция . . . . .   | 500 „ „          |
| Прочие . . . . .    | 150 „ „          |
| Итого . . . . .     | 6.250 „ „        |

Какие же суммы противостоят этому итогу в качестве капиталов экспортированных самими Соединенными Штатами? — Оценки здесь также достаточно различны, как это видно из следующей сводки.

<sup>1</sup> „The Statist“, 14 February 1914, Supplement.

<sup>2</sup> P. Arndt, цит. соч.

<sup>3</sup> „Federal Reserve Bulletin“, October 1922, p. 1181.

<sup>4</sup> Germain Martin цит. соч., стр. 33. — Жермен Мартен оценивает французские инвестиции во всех англо-саксонских странах в 4—5 млрд.

<sup>5</sup> Нужно сказать, что цифра в 700 млн. долл., даваемая К. Рейбницем, основана на явной ошибке, ибо она получается путем суммирования всех обращающихся на парижской бирже американских ценностей (400 млн. долл.) с эффектами неkotирующимися на бирже, которые он оценивает в 300 млн. долл. Между тем все французские статистики и экономисты указывают, что биржевой оборот в 1½—2 раза превышает сумму реального обладания французами иностранных эффектов.

Таблица 5

## Капиталы Соединенных Штатов за границей

| Г о д ы | Сумма в млн. долл. | А в т о р ы о ц е н к и       |
|---------|--------------------|-------------------------------|
| 1900    | 500                | H. Fisk                       |
| 1902    | 1.300—1.500        | A. Sartorius v. Waltershausen |
| 1909    | 2.000              | H. Fisk                       |
| 1913—14 | 1.000              | K. Reibnitz                   |
| 1913—14 | 1.500              | Th. Boggs                     |
| 1913—14 | 1.500              | G. Edwards                    |
| 1913—14 | 2.000              | Normann                       |
| 1913—14 | 2.605              | Monetary Commission           |
| 1913—14 | 2.605              | H. Fisk.                      |
| 1913—14 | 2.605              | R. Dunn                       |
| 1913—14 | 2.600—3.000        | A. Sartorius v. Waltershausen |
| 1913—14 | 3.000—3.500        | F. Eulenburg                  |

Для последнего года перед войной различные оценки колеблются в пределах от 1 до 3,5 млрд. долл.

Правда, первую цифру приходится тотчас же отбросить, ибо К. Рейбниц дает ее в прямом противоречии с приводимыми им же самим данными.<sup>1</sup> Цифра Дж. Эдвардса в 1½ млрд., повидимому, охватывает только ценные бумаги.<sup>2</sup> С другой стороны, наиболее высокие цифры, которые мы встречаем у А. Сарториуса и Ф. Эйленбурга—3—3,5 млрд. долл.—являются чистыми предположениями и не имеют никаких позитивных обоснований.

Поэтому, наиболее вероятной суммой нужно считать 2.600 млн., которую приводят, Г. Фиск и Р. Дэнн.

В этом случае, международный кредитный баланс Соединенных Штатов к началу войны будет состоять из след. элементов:

|                                   |                  |
|-----------------------------------|------------------|
| Актив . . . . .                   | 2.600 млн. долл. |
| Пассив . . . . .                  | 6.250 " "        |
| Чистое пассивное сальдо . . . . . | 3.650 " "        |

Все же быстро нараставший с начала нового столетия актив за 13 лет достиг уже 42,2% пассива.

## 8. Австро-Венгрия

Австро-Венгрия была единственной страной, которая пыталась уже в начале 900-х годов выяснить вопрос о своем положении в сфере международного перемещения капиталов путем опроса банков о хранящихся у них ценных бумаг. При этом выяснилось, что из всех эффектов на сумму в 597,4 млн. крон, депонированных в банках на 31 декабря 1901 г., 371,3 млн. или 62,15%, было иностранных эффектов.

Задолженность за границей была гораздо выше и исчислялась 9.353 млн. крон.

<sup>1</sup> K. Reibnitz. (цит. соч., стр. 88) получает итог в 1.000 долл. после детального рассмотрения ряда данных об инвестициях американского капитала в отдельных странах. Согласно этим данным инвестиции в Мексике составляли 1.000 дол. (в 1911 г.) а в Канаде—400 млн. (в 1913 г.)—см. стр. 84 и 87. Между тем, в общий итог, каким-то непонятным образом, попадают соответственно 300 и 100 млн. долл. Если же исправить только эти две цифры, то итог повысится ровно вдвое—с 1 до 2 млрд.

<sup>2</sup> G. W. Edwards. Investing in Foreign Securities. New-York, 1926.

В конце 1903 г. эта цифра повысилась до 9.809 млн. крон., которые распределялись следующим образом:<sup>1</sup>

|                     |                 |
|---------------------|-----------------|
| Германия . . . . .  | 4.653 млн. крон |
| Франция . . . . .   | 3.270 " "       |
| Голландия . . . . . | 647 " "         |
| Англия . . . . .    | 356 " "         |
| Бельгия . . . . .   | 243 " "         |
| Швейцария . . . . . | 242 " "         |
| Прочие . . . . .    | 398 " "         |

Итого . . . . . 9.809 млн. крон

Позже, Ф. Фелльнер,<sup>2</sup> исчисляя величину народного богатства Австро-Венгрии и сопоставляя различные данные о ценных бумагах в стране и за границей, пришел к следующим цифрам (для 1911—12 г.): требования по отношению к др. странам—481.082 тыс. крон; долги по отношению к др. странам—10.440.402 тыс. крон. При этом оказалось, что если рассматривать каждую половину Австро-Венгрии отдельно, как самостоятельное государство и отнести другую половину к числу иностранных государств, то получится следующее любопытное соотношение (в тысячах крон):

Таблица 6

|   | Австрия    | Венгрия    |
|---|------------|------------|
| Требования по отнош. к другим странам . . . . . | 5.169.218  | 192.254    |
| Долги " " " " " . . . . .                       | 6.923.394  | 8.395.398  |
| Чистое пассивное сальдо . . . . .               | -1.754.046 | -8.203.414 |

По этому расчету оказывается, что в то время как в Австрии внешние инвестиции покрывали уже около 75% задолженности, в Венгрии соответствующая доля едва лишь достигала 2,5%.

Во время войны, в 1916 г., в Австро-Венгрии был вновь произведен учет внешних инвестиций и внешней задолженности страны, на основании коего и были выведены примерные цифры, характеризующие положение накануне войны. Эти цифры в одной части подтвердили исчисления Ф. Фелльнера, а в другой внесли существенные поправки в него. А именно, по данным Ф. Бартша<sup>3</sup> иностранные владения австро-венгерскими ценными бумагами исчисляются для 1912 г. в 9.760 млн. крон, тогда как обратная величина—иностраные ценные бумаги в Австро-Венгрии в 900—1.000 крон.

К первой цифре, однако, нужно прибавить еще краткосрочные кредиты. Из них удалось определить только кредиты Франции для 1911 г. в 60—80 млн. крон.

Если, считать, что доля Франции в краткосрочных кредитах примерно та же, что и в долгосрочных, то общая сумма первых должна быть оценена примерно в 200 млн. крон. Что же касается прямых инвестиций, то сумма их совершенно не поддается определению. Она, однако, повидимому, очень невелика.

<sup>1</sup> „Tabellen zur Währungsstatistik“ Herausgeg. Vom Finanzministerium. 2 Aufl Wien, 1904.

<sup>2</sup> F. Fellner. Das Volksvermögen Oesterreichs und Ungarn.—„Bulletin de l'Institut International de Statistique“ Vol. XX, 2, Vienne, 1915, p. 561.

<sup>3</sup> F. Bartsh. Statistische Daten über die Zahlungsbilanz Oesterreich Ungarns vor dem Ausbruch des Krieges. „Mitteilungen des K. K. Finanzministeriums“. 22 Jahrg. Wien, 1917.

## 9. Италия

По Италии основоположной работой в интересующей нас области является исследование директора Итальянского банка, Бональдо Стрингера, доложенное им на Международном статистическом конгрессе в Гааге в 1911 г.<sup>1</sup>

Выводы его были многократно апробированы наиболее известными итальянскими экономистами, как Дж. Мортара, Джино Боргата и др. Они же легли в основу новейшего исследования о «международном экономическом положении Италии» Мак Гвайра, выпущенного Вашингтонским институтом экономики.<sup>2</sup>

К сожалению, непосредственной задачей Б. Стрингера было определение не сумм импортированных и экспортированных Италией капиталов, а исчисление лишь текущих платежей по ним, поскольку они входят в систему ее платежного баланса. Поэтому, некоторые существенные для нас величины остались здесь неопределенными.

Сопоставляя исчисленные у него суммы, мы получаем след. картину, примерно, для 1909/10 г.<sup>3</sup>

## Иностранные капиталы в Италии:

|   |                 |
|---|-----------------|
| Итальянские эффекты за границей (кроме государственных займов) . . . . .                  | 750 млн. лир.   |
| Основные капиталы иностр. обществ . . . . .   | 424 " "         |
| Прочие средства " " . . . . .   | 426—476 " "     |
| Прямые вложения в итальянские предприятия, недвижимости, банковские кредиты и пр. . . . . | 470—520 " "     |
| Итого . . . . .   | 2.120 млн. лир. |

Не учтенными здесь остались только государственные займы, размещенные за границей. Их сумма может быть приблизительно определена по той доле процентов, которые выплачивались за границу итальянским правительством.

Сопоставляя официальные данные,<sup>4</sup> мы получим след. цифры:

| Дата          | Сумма государств. долга Италии в млн. лир. | Доля процент. выплаченных за границей | Вероятная сумма долговых облигаций за границей в млн. лир. |
|---------------|--|---------------------------------------|--|
| 30/VI 1910 г. | 14.089                                     | 11,86                                 | 1.670  |
| 30/VI 1912 „  | 14.883                                     | 13,48                                 | 1.990  |

Таким образом, общий итог импортированных в Италию капиталов определяется для 1910 г. в сумме 3.890 млн. лир.

Как распределяется этот итог по странам происхождения импортированных капиталов? — Мы сопоставляем в следующей таблице некоторые оценки Б. Стрингера с дополняющими их официальными данными.

<sup>1</sup> B onaldo Stringher. Sur la balance des paiements entre l'Italie et l'étranger. — „Bulletin de l'Institut international de Statistique“ Vol. XIX, 3 livraison. La Haye, 1913, p. 93—123.

<sup>2</sup> С. Mc. Guire. Italy's international economic position. New-York and London, 1927.

<sup>3</sup> B. Stringher. цит. соч., по данным стр. 115—118.

<sup>4</sup> A. Neumarck, цит. соч., стр. 1439 и 1440.

Таблица 7

## Национальная структура импортированных в Италию капиталов

(в млн. лир.)

| Страны                  | Итальянские ценн. бумаги за границей (кр. госуд. займов) | Осн. капиталы иностранных акционерных обществ | Все иностр. капит. в предприят. (кроме ценн. бумаг) | Сумма %/о по госуд. долгу выпл. за границей |
|-------------------------|--|---|---|---|
| Франция . . . . .       | 300  | 124,6   | 300   | 31,9  |
| Бельгия . . . . .       | —  | 167,0   | 300   | —   |
| Германия . . . . .      | 180  | 5,6   | 300   | 3,0   |
| Англия . . . . .        | 50   | 107,9   | 140   | 6,1   |
| Швейцария . . . . .     | 150  | 42,9  | 280   | —   |
| Прочие страны . . . . . | 70   | 24,6  | 50  | 2,0   |
| Итого . . . . .         | 750  | 492,6   | 1.370   | 43,0  |

Какие же капиталы имела Италия в своем активе, в качестве ее собственных помещений за границей?<sup>1</sup>

Гербовый сбор с иностранных ценных бумаг, введенный законом 29/VII—1909 г.,<sup>2</sup> выявил наличие в стране иностранных эффектов на 236 млн. лир. (в том числе на 166,75 млн. государственных займов и на 69,75 млн. прочих ценностей). Эта цифра, однако, была сильно преуменьшена, ибо весьма значительное число ценностей не было представлено, а еще большее было депонировано за границей для того, чтобы избежать налога.

По данным, собранным Б. Стрингером путем опроса банков, только при их посредстве за десятилетие с 1901—1910 г. было помещено в иностранные эффекты около 250 млн. лир. Принимая суммарную его оценку процентов и дивидендов в 24 млн., мы получим капитальную сумму не менее 480 млн. лир.

Сюда нужно прибавить заграничные депозиты казначейства и 3-х эмиссионных банков Италии в сумме 260 млн. лир и прямые инвестиции в виде коммерческих, промышленных и проч. предприятий, владения земель и т. д. Б. Стрингер оценивает ежегодные доходы от этого рода, инвестиций в 40 млн. лир,<sup>3</sup> что даст даже из 7% (норма, принимаемая им для средней доходности иностранных капиталов в Италии) свыше 570 млн.

Если даже считать цифры Б. Стрингера слишком высокими и понизить их на 25% — до 430 млн., то все же в итоге мы получим сумму итальянских капиталов за границей около 1.200 млн. лир.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Процесс репатриации итальянских эффектов начался уже около 1895 г. — L. Giusti. J. prestiti pubblici contratti all'estero Milano, 1921, p. 19.

<sup>2</sup> 10% с государственных займов и 20% с прочих иностранных ценностей.

<sup>3</sup> Цифра эта является повидимому преувеличенной. На Б. Стрингера произвело большое впечатление сообщение итальянской торговой палаты Сан-Паоло в Бразилии о том, что только городская недвижимость, принадлежащая итальянцам в этом штате оценивается в 180 млн. лир. Между тем, совершенно очевидно, что речь идет в данном случае почти исключительно о собственности итальянцев, переселившихся в Бразилию, т. е. о капиталах эмигрировавших, а не экспортированных из Италии.

<sup>4</sup> Эта цифра мало отличается от оценки проф. Мортара, который называет (хотя и считая ее оптимистической) сумму в 800 млн. лир, явно не включая сюда заграничных депозитов в 280 млн. лир.

К 1914 г. эта сумма повысилась по крайней мере на 100 млн., или до 1.300 млн. лир,<sup>1</sup> тогда как иностранные вложения возросли не менее, чем на 820 млн.,<sup>2</sup> т.-е. до 4.710 млн.

Таким образом, к началу войны экспорт капиталов из Италии составлял около 27,8% полученных ею из-за границы средств, а чистый пассив примерно 3.410 млн. лир.

### 10. Швеция

По Швеции интересующие нас данные имеются для 1885, 1898 и 1908 гг. Их сообщают со всей желательной точностью. П. Фальбек и И. Флодстром в своих исчислениях народного богатства Швеции.<sup>3</sup>

Таблица 8

Международные требования и обязательства Швеции  
(в млн. крон)

|                            | 1885 | 1898 | 1908   |
|----------------------------|------|------|--------|
| Требования . . . . .       | 50   | 98   | 331    |
| Долги . . . . .            | 664  | 570  | 1.332  |
| Пассивное сальдо . . . . . | -614 | -472 | -1.001 |

Характернейшей чертой этих соотношений является то, что шведские капиталы за границей возрастают быстрее, чем иностранные инвестиции в Швеции. Если на первую дату кредиты составляли лишь 7,5% долгов, то ко второй они повышаются до 17,2%, а к третьей до 24,8%.

Таким образом, Швеция довольно быстро продвигалась по тому же пути, что и Соединенные Штаты, Австро-Венгрия и Италия.

При этом характерно, что в общей сумме внешней задолженности доля облигационного долга систематически снижалась. Это видно из следующих цифр (в миллионах крон):

Таблица 9

|  | 1885 | 1898 | 1908  |
|--|------|------|-------|
| Вся сумма задолженности . . . . .      | 664  | 570  | 1.332 |
| В том числе облигацион. долг . . . . . | 600  | 460  | 957   |
| „ „ „ государственный долг . . . . .   | 216  | 284  | 460   |

<sup>1</sup> По данным гербового сбора одна только сумма иностранных эффектов возросла с 1909/10 г. по 1913/14 г. с 236 до 327 млн. лир, т.-е. ровно на 100 млн. Часть этой цифры составляют, однако, эффекты лишь „выявленные“ в течение этого срока, но имевшиеся уже раньше.

<sup>2</sup> Как видно из приведенных выше цифр, одна только сумма государственного долга возросла (под влиянием Триполитанской войны) на 320 млн. С другой стороны Мак Гвайр называет „осторожной оценкой“ иностранных вложений в Италию в 1914 г. — 2,5 — 2,7 миллиарда лир, что дает рост по сравнению с 1909/10 г. на 380 — 580 млн. лир.

<sup>3</sup> P. Fahlbeck. La richesse nationale de la Suède. „Bulletin de L'Institut International de Statistique“. Vol. VI, 1892. — P. Fahlbeck. L'évaluation de la richesse nationale de la Suède. — Там же vol. XX, 2, Vienne, 1915, p. 499.

После 1908 г., как шведские капиталы за границей, так и иностранные капиталы в Швеции несомненно продолжали возрастать, при чем первая величина неизбежно должна была расти быстрее второй. Повидимому первая цифра достигла примерно 450 млн., а вторая 1.500 млн. лир.

Это подтверждается и следующими данными. С 1908 по 1913 г., эмиссия шведских ценностей в Англии достигла 4.556 тыс. фунт. ст., т.-е. около 82,8 млн. крон. В Германии с 1907 по 1914 г. было допущено к котировке шведских ценностей на 23 млн. марок... Фактические же вложения германских капиталов были несомненно больше.

Еще больше были вложения голландских средств.

Наконец, в только что опубликованной статье Свен Геландера мы находим суммарную оценку чистой задолженности Швеции перед войной в 1 млрд. крон,<sup>1</sup> что почти совпадает с сальдо данных выше цифр. Принимая их, мы получим, что к началу войны экспорт капиталов из Швеции достиг уже 30% суммы их импорта.

### III. Баланс международных перемещений капиталов важнейших стран

Теперь мы можем подвести итоги всем изложенным оценкам и исчислениям по 10 важнейшим странам.

Таблица 10  
Экспорт и импорт капиталов 10 важнейших стран

| Страны                         | Единица измерения | Сумма экспортирован. капиталов | Сумма импортирован. капиталов | Сальдо (+ или -) | Отношение импорта к экспорту в %/0/0. |
|--------------------------------|-------------------|--------------------------------|-------------------------------|------------------|---------------------------------------|
|                                | 1                 | 2                              | 3                             | 4                | 5                                     |
| <b>А. Экспортеры</b>           |                   |                                |                               |                  |                                       |
| Англия . . . . .               | млн. фунт. ст.    | 4.200                          | 200                           | + 4.000          | 4,8                                   |
| Франция . . . . .              | „ франков         | 55.000                         | 8.500                         | + 46.500         | 15,4                                  |
| Германия . . . . .             | „ марок           | 32.500                         | 2.700                         | + 29.800         | 8,3                                   |
| Швейцария . . . . .            | „ франков         | 7.467                          | 1.839                         | + 5.528          | 24,6                                  |
| Бельгия . . . . .              | „ „               | 9.000                          | 1.300                         | + 7.700          | 14,3                                  |
| Голландия . . . . .            | „ флорин.         | 4.500                          | 350                           | + 4.150          | 7,8                                   |
| <b>Б. Импортёры-экспортеры</b> |                   |                                |                               |                  |                                       |
| Соединенн. Штаты               | „ долларов        | 2.605                          | 6.250                         | - 3.645          | 42,2                                  |
| Австро-Венгрия . . . . .       | „ крон            | 950                            | 9.960                         | - 9.010          | 9,5                                   |
| Италия . . . . .               | „ лир             | 1.300                          | 4.710                         | - 3.410          | 27,8                                  |
| Швеция . . . . .               | „ крон            | 450                            | 1.500                         | - 1.050          | 30,0                                  |

Наиболее приблизительными являются здесь цифры по Голландии и Италии.

Рассматривая показатели последней колонки, мы видим, что в 3 странах первой группы чужие капиталы составляют от 5 — 10% собственных капиталов за границей (Англия, Германия, Голландия). В Бельгии этот процент повышается до 14,3%, во Франции — до 15,4%, а в Швейцарии, лежащей на перекрестке всех путей средней Европы, даже до 24,6%. Все эти три страны теснейшим образом связаны друг с другом, и высокие про-

<sup>1</sup> Sven Helander. Die Kapitalausfuhr Schwedens „Sch des Vereins für Sozialpolitik“. Bd. 174/II. München, S. 127.

центы участия иностранного капитала в значительной степени объясняются их взаимным переплетением.

В странах второй группы мы видим расхождения, которые определяются преимущественно различием фаз развития на пути от импорта к экспорту капитала. Наиболее далеко вперед ушли Соединенные Штаты, где экспорт капитала составлял уже выше 42% импорта. Несколько далее располагаются Швеция (30%) и Италия (около 28%) лишенные сколько-нибудь значительного аграрного Hinterland'a. Наконец, на последнем месте стоит Австро-Венгрия, где экспорт капиталов составляет лишь 9,5% импорта.

Правда, как мы видели выше, если рассматривать две части Австро-Венгерской монархии порознь, то получится совершенно иная картина. В Австрии, даже по преуменьшенному расчету Ф. Фелльнера, экспорт капиталов покрывал уже свыше 75% импорта, так что эта страна значительно опередила в своем развитии к экспортному капитализму даже Соединенные Штаты и должна стоять на первом месте среди стран второй группы.

В аграрной же Венгрии соответствующий процент не превышал 2,5%, так что она, взятая отдельно, должна быть отнесена не ко второй, а к третьей группе.

Однако, переводя все эти показания в единообразную единицу измерения, например в доллары, и подведя итоги по каждой группе в отдельности по обеим вместе мы получим цифры весьма близкие к итогам мирового баланса международных перемещений капиталов накануне мировой войны, ибо сумма иностранных инвестиций всех прочих стран и абсолютно и процентуально, по отношению к полученному нами итогу, совершенно незначительна.

Таблица 11

Баланс импорта и экспорта капиталов 10 стран в 1913 г.

(в милл. долл.)

| Страны                         | Сумма экспорта | Сумма импорта | Сальдо   |
|--------------------------------|----------------|---------------|----------|
| <b>А. Экспортеры</b>           |                |               |          |
| Англия . . . . .               | 20.400         | 972           | + 19.428 |
| Франция . . . . .              | 10 062         | 1.642         | + 8.320  |
| Германия . . . . .             | 7.740          | 643           | + 7.097  |
| Швейцария . . . . .            | 1.443          | 355           | + 1.088  |
| Бельгия . . . . .              | 1.740          | 256           | + 1.484  |
| Голландия . . . . .            | 1.800          | 141           | + 1.659  |
| Итого . . . . .                | 43.185         | 4.009         | + 39.075 |
| <b>Б. Импортёры-экспортёры</b> |                |               |          |
| Соединенные Штаты . . . . .    | 2.605          | 6.250         | - 3.645  |
| Австро-Венгрия . . . . .       | 192            | 2.015         | - 1.823  |
| Италия . . . . .               | 253            | 910           | - 657    |
| Швеция . . . . .               | 121            | 420           | - 299    |
| Итого . . . . .                | 3.171          | 9.595         | - 6.424  |
| Всего . . . . .                | 46.356         | 13.604        | + 32.652 |

Рассматривая элементы этого баланса, мы можем констатировать следующие весьма существенные соотношения. Общая сумма валового экспорта капиталов по 6 странам первой группы составляет 43 млрд. долларов. Ей противостоит импорт капиталов в эти страны в размере 4,0 млрд. долларов, или 9,3%.

В 4 странах второй группы экспорт равен 3,2 млрд. (т.е. все еще не достигает суммы импорта капиталов в странах первой группы) коим противостоят 9,6 млрд. долларов импортированных капиталов. По отношению к ним внешние вложения этой группы составляют лишь 33%.

Таким образом, первая группа обладает чистым хозяйственным активом в 39 млрд. долл., а вторая пассивом в 6,4 млрд. долл.

Если взять общие итоги валового экспорта и импорта капиталов, по всем 10 странам, то и окажется, что свыше трети экспортируемых капиталов лишь перемещаются в пределах той же совокупности стран: 13,6 млрд. из 46,4 млрд. долл.

В действительности, однако, разность между этими двумя величинами (32,8 млрд.) не выражает собою сумму вложений во все остальные части мирового хозяйства. Ибо, если пассив второй группы (9,6 млрд.), действительно почти целиком слагается из вложений стран первой группы, то актив второй группы (3,2 млрд.) в весьма значительной части (примерно, около 2,25 млрд.)<sup>1</sup> размещен в странах третьей группы, на долю коих придется общий итог примерно в 35,0 млрд. долл.

Внутренние же перемещения составляют примерно 11,5 млрд. долл. или 25% валового экспорта обеих первых групп.

Таким образом, если для 6 стран первой группы измерителем их влияния на все остальное мировое хозяйство может служить их актив в 39 млрд., то для 10 стран первой и второй группы в совокупности этот показатель снижается до 35,0 млрд. Последняя сумма и выражает объем инвестиций в странах «молодых», «отсталых» и политически зависимых, из которых слагается остальная часть мирового хозяйства.

Что касается соотношения «внешне-инвестиционных сил» отдельных стран, то та же таблица выясняет его весьма отчетливо. В пределах первой группы почти половина—49,2% чистого сальдо внешних инвестиций приходится на Англию. Еще 21,3% и 18,2% обладают две ее соседки — Франция и Германия. На долю же трех малых стран приходится соответственно малые доли: Голландия—4,4%, Бельгия—3,8% и Швейцария—2,6%.

Наконец, беря общие итоги внешних инвестиций мы можем сравнить их с оценками, имеющимися в экономической литературе. Нам известно только 6 оценок, которые пытались приблизиться к разрешению этой задачи, при чем большинство из них имеет весьма суммарный характер и оперирует данными 3—4 стран. Одной из наиболее ранних является цифра В. И. Ленина, который оценивал для 1910 г. сумму экспортированных капиталов 3 важнейших стран — Англии, Франции и Германии — в 140 млрд. марок.<sup>2</sup>

Ф. Эйленбург в докладе на съезде Германского союза социальной политики в 1926 г. оценивал внешние инвестиции «европейских стран кредиторов» перед мировой войной в 150 млрд марок.<sup>3</sup> В только что появив-

<sup>1</sup> 2.400 млн. по Соединенным Штатам и примерно 150 млн. по остальным трем странам этой группы.

<sup>2</sup> В. И. Ленин. „Империализм, как новейший этап капитализма“. Петроград, 1917 г., стр. 58.

<sup>3</sup> F. Eulenburg. Die handelspolitischen Ideen der Nachkriegszeit. „Schriften des Vereins für Sozialpolitik“. Bd. 172, München. 1926, S. 76.

шейся новой работе тот же автор оценивает «общую сумму долгосрочных помещений капитала за границей» для 1900 г. в 80 млрд., а для 1913 г. в 160 млрд. марок», из коих промерно по  $\frac{2}{5}$  приходится на Францию и Англию, а одна пятая на все прочие страны.<sup>1</sup>

А. Сарториус-Вальтерсгаузен считает, что помещенные за границей капиталы 6 стран-кредиторов равны были перед войной 170—175 млрд. марок.<sup>2</sup>

Б. Райно оценивает инвестиции 4 важнейших стран (Англия, Франция, Германия и Соед. Штаты) в сумме 160—165 млн. франков.<sup>3</sup>

Наконец, М. Палий приводит для трех важнейших стран (Англия, Франция и Германия) цифры, которые дают в итоге 205—210 млрд. марок.<sup>4</sup>

В пересчете на марки наши итоги составляют:

|  |       |            |
|--|-------|------------|
| Валовая сумма внешних инвестиций 10 стран . . . . .                  | 194,8 | млрд. мар. |
| ” ” ” ” ” ” 6 ” . . . . .  | 181,4 | ” ”        |
| Балансовое сальдо внешних инвестиций 10 стран <sup>5</sup> . . . . . | 137,1 | ” ”        |
| Чистая сумма внешних инвестиций 6 стран . . . . .                    | 164,1 | ” ”        |
| ” ” ” ” ” ” 10 ” в остальных частях мирового хозяйства . . . . .     | 147,0 | ” ”        |

Эти 5 итогов представляют собою различные экономические совокупности. Но, поскольку их можно сравнить с приведенными выше оценками других авторов, можно сказать, что большинство дает цифры ниже действительных, и только один М. Палий превосходит их.

<sup>1</sup> F. Eulenburg. Aussenhandel und Aussenhandelspolitik. „Grundriss der Sozialökonomik“. Abt. VIII. Tübingen, 1929. S. 29.

<sup>2</sup> A. Sartorius v. Waltershausen. Цит. соч., стр., 186.

<sup>3</sup> B. Raynaud. La vie économique internationale. Paris. 1926, p. 83—84.

<sup>4</sup> M. Palyi. Zur Frage der Kapitalwanderungen nach dem Kriege. „Neue Grundlagen der Handelspolitik“ III, W. 2—„Schriften des Vereins für Sozialpolitik“, Bd. 171/III.2. München. 1926. S. 19.

<sup>5</sup> На деле — чистый актив первой группы за вычетом чистого пассива второй.