

ДЕНЕЖНОЕ ОБРАЩЕНИЕ

Обозреваемый год охватывает конец и начало двух различных периодов истории русского денежного обращения. Раздельным моментом является 10 марта 1924 г.—день стабилизации денежных знаков 1923 г. Почти вся первая половина истекшего бюджетного года причадежит периоду параллельного обращения, остальная (большая) часть относится к периоду единой устойчивой валюты.

К 1 октября 1923 г. червонцы составляли по ценности 78,5% всего денежного обращения. Этот успех червонца, достигнутый притом в течение очень короткого времени, оказал большое влияние на судьбу денежного обращения в 1923/24 г., предопределив темп развитие основных возможностей, заложенных декретом о выпуске червонцев. До апреля 1923 г. эмиссия червонцев не вредила ни совзнаку, ни покупательной силе червонца. Правда, совзнаки обесценивались, но не потому, что их теснили червонцы, а вследствие значительности их эмиссии: в январе 1923 г. их количество возросло на 31,8%, в феврале—на 23,1%, в марте—на 38,5%. Несмотря на столь быстрый темп эмиссии, цены в совзнаках росли в этот квартал 1923 г. медленнее приращения количества совзнаков: ценность массы совзнаков с января по апрель возросла, примерно, на 15—20%. За это же время вся денежная масса возросла на 30%*.

В апреле положение несколько изменилось: рост цен в совзнаках стал обгонять темп прироста их количества. Однако, ценность массы совзнаков за апрель сократилась лишь на 1%. С другой стороны, покупательная сила червонцев за апрель даже возросла. Общая ценность денежного обращения возросла к маю на 35—40% сравнительно с началом января.

Дальнейшее расширение эмиссии червонцев шло уже не только в ущерб ценности совзнака, но также и в ущерб покупательной силе червонца. За три месяца—май—июль 1923 г.—покупательная сила червонца упала по разным индексам на 25—35%. Сократилась ценность не только массы совзнаков, но также и всей денежной массы. С 144,4 милл. довоен.

* Ценность денежной массы в довоенных рублях по всероссийскому индексу Конъюнктурного Института составляла в январе 1923 г.—103,1 милл. рубл., в апреле 1923 г.—132,9 милл. рубл.

рубл. (по всероссийскому индексу Конъюнктурного Института) в мае она опустилась до 118,4 милл. дов. рубл. в августе 1923 г.

Если в предыдущие годы эпохи инфляции лето бывало сезоном замедленного роста цен в совзнаках, то в 1923 г. лето было временем ускоренного роста цен в червонцах. Эта особенность летнего движения цен в 1923 г. объясняется чрезмерно быстрым темпом эмиссии червонцев; он значительно превосходил летний темп эмиссии бумажных денег во все предшествующие годы, кроме 1922 г.

Процентное отношение эмиссии к обращению на 1 число месяца

Месяцы.	1923 г.		1922 г.	1921 г.	1920 г.	1919 г.
	Червонцев 1).	Государственных денежных знаков 2).				
Апрель	46,3	35,6	57,4	13,6	13,8	7,9
Май	26,5	16,0	66,9	10,7	16,2	14,2
Июнь	47,4	28,1	49,8	10,6	13,6	9,3
Июль	58,9	37,9	48,1	19,6	13,5	12,1
Август	47,6	33,9	46,6	25,0	12,2	12,3
Сентябрь	26,3	36,1	31,2	29,2	14,4	17,4

Избыточность эмиссии червонцев обнаружилась и в другом направлении. Развитие навыков населения к операц. с банкнотой не поспевало за ростом количества банкнот в обращении. Приходилось принимать специальные меры для внедрения червонцев в оборот. Но все-таки волновая расценка банкноты летом 1923 г. была несколько ниже ее официального курса: совзнаки шли с лажем. Наконец, кризис сбыта осенью 1923 г. показал, что для столь значительного расширения кредитной эмиссии не было здоровой основы.

Расширение эмиссии совзнаков. Таким образом, к началу обозреваемого года возможно-сти устойчивой эмиссии червонцев были сильно истощены. Между тем осень требовала значительной кредитной эмиссии на финансирование реализации урожая. Эмиссия червонцев не годилась для выполнения этой функции не только потому, что она вызывала опасения за судьбу червонца, но также по причине несоответствия размеров купюр червонцев потребностями крестьянского оборота.

Поэтому в октябре 1923 г. произошел переворот в эмиссионной политике: сокращение эмиссии червонцев и резкое расширение выпусков совзнаков.

1) Бюллетень Конъюнктурного Института № 9—10 за 1924 г., стр. 8—9.

2) 1923 г.—Бюллетень Конъюнктурного Института № 3 за 1924 г., стр. 6, а остальные годы „Народное и государственное хозяйство СССР в 1922—1923 г.“. Изд. НКФ, стр. 564—565 (статья проф. С. А. Фалькнера).

ДЕНЕЖНОЕ ОБРАЩЕНИЕ

Месяцы.	Темп эмиссии.		Темп роста всего денежного обращения, считая в совзнаках.	Темп роста цен:	
	Совзнаков.	Банкнот.		По индексу Госплана.	По всесоюз. индексу Конъюнктурного Института.
Октябрь 23 г.	136,1	8,4	100	59	78
Ноябрь	80,4	0,6	89	98	99
Декабрь	80,6	4,9	118	118	128
Январь 24 г.	86,6	9,5	182	208	206

Поворот был настолько крут, что уже в октябре возник лаж на червонцы, т.-е. вольная расценка червонцев стала превышать их официальный курс в совзнаках.

Значительное сезонное расширение товарооборота (хороший урожай) могло лишь временно смягчить действие эмиссии на покупательную силу совзнаков. В октябре темп роста цен в совзнаках отстает от темпа эмиссии совзнаков. Но уже с ноября темп обесценения совзнаков начинает обгонять темп их эмиссии, достигая небывалых до того времени размеров. Поэтому доля совзнаков в денежном обращении быстро сокращалась.

На 1-е число.	% отношение к общей массе денежного обращения.		
	Совзнаки.	Банкноты.	Сертификаты.
Октября 1923 г.	21,5	78,4	0,1
Ноября „	25,0	73,6	1,4
Декабря „	23,8	74,6	1,6
Января 1924 г.	19,4	77,5	3,1
Февраля „	13,0	83,0	4,0

К 1 января 1924 г. совзнаки составляли только около $\frac{1}{5}$ денежного обращения. Тем не менее лаж на червонцы не исчезал вплоть до конца февраля. Несмотря на то, что доля более мелких денежных знаков*) (до 10 руб.) в январе была вдвое меньше довоенной нормы ($\frac{1}{5}$ денежного обращения вместо $\frac{2}{5}$), оборот не испытывал недостатка разменных знаков. Этот факт станет еще выразительнее, если вспомним, что летом 1923 г. червонцы шли с дизажио, несмотря на то, что доля совзнаков составляла 63%—на 1 июля, 50%—на 1 августа и 32%—на 1 сентября.

*) Вместе с сертификатами.

Причины лажа Чем же объяснить столь противоположные явления: разна червонцы. менный кризис—при значительной доле совзнаков в обороте и лаж на червонцы—при падении доли совзнаков до $\frac{1}{5}$ и даже до $\frac{1}{8}$ денежного обращения?

Объяснение лежит, очевидно, в изменениях условий обращения совзнакови банкнот, изменениях, происшедших осенью 1923 г. С одной стороны, с октября 1923 г. стали поступать в обращение железнодорожные сертификаты. Сертификаты были задуманы, как облигации краткосрочного беспроцентного займа, но в действительности быстро превратились в особый вид денег. Они были выписаны в золотом рубле (Котировальной Комиссии), и вольный курс их обычно слегка отличался от курса червонца (примерно на 2% ниже). По размерам их купюры (5 рублей) они были бы еще более опасным конкурентом совзнакам, чем червонцы, если бы их обращение не ограничивалось скромными цифрами. Однако, некоторое давление на покупательную силу совзнака они должны были произвести, позволяя населению ограничить размеры своей кассы в совзнаках. С другой стороны,—и это главное,—в течение осени 1923 г. значительно усовершенствовались навыки населения в искусстве страховать себя от обесценения совзнаков. Учителем населения в этом искусстве был отчасти сам НКФ, предпринимавший ряд мер для внедрения червонца¹.

Но убедительней всякой пропаганды червонца были огромные эмиссии совзнаков, начавшиеся именно с октября 23 г. Вызывая необычное обесценение совзнаков, они побуждали обывателя относиться расчетливей к составу своей кассы и ограничиваться минимальной долей совзнаков. Если, скажем, обыватель в среднем считает для себя удобным держать в совзнаках лишь $\frac{1}{10}$ всей своей наличности, а доля совзнаков в обращении равна $\frac{1}{8}$, обыватель будет стараться приобрести на избыток совзнаков червонцы; спрос на червонцы превысит их предложение по официальному курсу, и равновесие спроса и предложения восстановится лишь при повышении вольного курса червонца над официальным.

И действительно, появление лажа на червонцы было вызвано именно возрастанием доли совзнаков в кассах населения. К 1 октября доля совзнаков в кассах населения в среднем составляла 21,5%. Это отношение в тот момент было, повидимому, удобно для населения, ибо в начале октября вольный курс почти совпадал с официальным²). В октябре эмиссия червонцев сократилась, а эмиссия совзнаков резко расширилась. Между тем темп повышения официального курса банкноты в это время не только не ускорился, но даже замедлился: средний (официальный) курс червонца за сентябрь был на 101,4% выше среднего курса за август, за октябрь средний курс на 81,9% превышал сентябрьский курс, а в ноябре курс возрос лишь на 77,9% по сравнению с октябрём. При таких условиях доля совзнаков в кассах населения по ценности должна была возрасти: с 21,5% (на 1 октября) она поднялась до 25,0 (на 1 ноября)³). Таким образом, причиной возникновения лажа на червонцы было возвращение вспять того сокращения ценностной доли совзнаков в кассах населения, которое шло быстрым темпом в течение первых девяти месяцев 1923 года. Возможно, что возникновение лажа на червонцы

¹) См. Проф. Л. Н. Юровский, „На путях к денежной реформе“, 1924, стр. 72—73.

²) См. Бюллетень Конъюнктурного Института НКФ 1923 г. № 11—12, стр. 28.

³) См. выше таблицку на стр. 531

еще усилило погоню населения за ними. Лишь в последнюю декаду февраля, когда обращение совзнаков sjалось до $\frac{1}{10}$ и менее всей денежной массы, лаж на червонцы стал исчезать и появился обратный лаж на совзнаки: стал ощущаться кризис размена. В итоге: практике так и не удалось достичь такого отношения между обращением твердых и падающих денег и их курсами, которое соответствовало бы потребностям оборота.

Какой же доход государству давала параллельная эмиссия? О средне-месячной ценности эмиссии по кварталам года дает представление следующая табличка (в миллионах довоенных рублей по индексу Кон'юнктурного Института)¹⁾.

М е с я ц ы.	Ценность эмиссии совзнаков.	Ценность эмиссии червонцев.	Ценность эмиссии сертифик.	Ценность всей эмиссии
	В среднем за месяц.			
Октябрь—декабрь 1922 г. . .	30,1	1,0 ²⁾	—	31,1
Январь—март 1923 г. . . .	28,9	6,0	—	34,9
Апрель—июнь " "	23,6	11,4	—	35,0
Июль—сент. " "	17,0	27,5	—	44,5
Октябрь—дек. " "	32,3	6,8	1,7	40,8
Январь 1924 г.	16,3	13,0	1,4	30,7

Среднемесячная ценность всей эмиссии возрастала в течение всего 1922—23 г. и понижалась с начала 1923—24 г. Однако, ценность эмиссии представляет валовую выручку от эмиссии, из которой нужно еще вычесть расходы и потери государства, вызванные эмиссией³⁾. Между тем, эти потери росли вместе с ростом темпа обесценения совзнаков.

Поэтому понижение чистого дохода от эмиссии к январю 1924 г. было значительно больше понижения ценности эмиссии. «Не говоря уже о том, что при условии, когда большая часть промышленных предприятий, весь транспорт, все средства связи принадлежат государству, так называемый «эмиссионный налог» почти целиком ложится на государственные плечи и становится лишь механическим приемом сбалансирования всего государственного хозяйства в целом, даже с точки зрения интересов казначейства в самом узком смысле он все более утрачивает всякий смысл. В кассах Народного Комиссариата Финансов, Н. К. Путей Сообщения и Н. К. Почт и Телеграфов, состоящих на государственном снабжении, постоянный остаток кассовой наличности настолько велик, что курсовые потери их составляют 7—8 милл. рубл. в месяц, т.-е. половину разрешенной на покрытие бюджетного дефицита эмиссии»⁴⁾.

¹⁾ Составлена по № 3 Бюлетеня Кон'юнктурного Института за 1924 г. (стр. 6—7).

²⁾ Выпуск червонцев начался в декабре 1922 г., в течение декабря было выпущено на 3 милл. довоенных рублей.

³⁾ Напомним, что вся выручка от эмиссии делилась между казначейством и госуд. предприятиями. „Доход“ от эмиссии червонцев выражался в расширении банкового кредитования госуд. предприятий, увеличении оборотных капиталов промышленности и торговли.

⁴⁾ Проф. Л. Н. Юровский, „На путях к денежной реформе“. 1924 г., стр. 96—97.

Таким образом, население отбрасывало обратно на государство значительную часть эмиссионного налога. И это явление было неизбежным последствием развития параллельного обращения, последствием предшествующего повышения дохода от эмиссии летом 1923 г. Государство само дало населению средство уклонения от бремени эмиссионного обложения — бумажный червонец. Для сумм меньших одного червонца убежищем от обесценения служили государственные сберегательные кассы и, отчасти, железнодорожные сертификаты. Правда, государство предоставляло червонцы не даром, а в обмен за товары и услуги: средства государственных предприятий значительно возросли. Воспитывая в населении вкус к внутренней твердой валюте, приучая массу избегать держания кассы в падающих деньгах, государство до поры до времени извлекало повышенный эмиссионный доход (лето 1923 г.). Зато осенью того же года государству приходилось нести повышенные убытки на обесценении денег.

Но этого мало. Вред от осенней эмиссии далеко не исчерпывался кассовыми потерями государства. Потери несло все народное хозяйство. Эти потери нельзя измерить, но, несомненно, они были значительны. Затруднения расчета, удорожание кредита, возрастание разницы между оптовыми и розничными ценами, ослабление обмена между городом и деревней, развитие валютной спекуляции, — вот ряд разнообразных расстройств хозяйственной жизни, связанных с состоянием денежного обращения осенью и зимой 1923/24 г.

Основным злом такого состояния параллельного обращения была всеобщая борьба за переложение потерь на курсе совзнака. Все — купцы, служащие, рабочие, даже государственные учреждения и предприятия старались избежать потерь на совзнаках.

Хозяйственное внимание приобрело вредное направление: непроизводительная с народно-хозяйственной точки зрения задача страховки от обесценения приобрела важное частно-хозяйственное значение. Производительные цели нередко заслонялись задачей сохранения кассы. Толпа валютных спекулянтов, помогавшая населению в этом занятии, является наглядным показателем размеров затрат времени и усилий на эту задачу. К трате времени спекулянтов надо прибавить неизмеримо большую и вреднейшую затрату времени и усилий производительного населения. Если бы государство, установив какой-либо налог, затем освобождало от него тех плательщиков, которые будут ежедневно простаивать по несколько часов без дела на улице, то нелепость подобного налога была бы очевидна: доходу от него было бы мало, а потеря для народного хозяйства много. Известная доля подобной бессмыслицы содержалась в эмиссии совзнаков осенью 1923 г.: вспомним, напр., очереди перед сберегательными кассами.

Не абсолютные размеры вреда от эмиссии совзнаков, а несоизмеримость пользы (дохода) и вреда создавала невыносимое положение. Если бы реформа не была проведена 10 марта 1924 г., совзнак сам собой бы не погиб: без мелочи никто не может обойтись. Равным образом, было бы неправильно изображать расстройство, возникшие на почве параллельного обращения, как катастрофические явления, не допускавшие промедления с реформой. Однако, положение было столь же невыносимо, как невыносимы труд Сизифа или работа Данаид: от совзнака пользы было мало, а вреда много.

Итоги парал-
лельного
обращения.

Но все же было бы неправильно думать, что параллельное обращение твердых и падающих денег по своему существу—бесцельная форма денежного обращения. При известных условиях выпуск твердых денег на ряду с падающими приносит больше пользы, чем вреда. При всякой быстро-падающей валюте население стремится заменить в своей кассе твердыми ценностями возможно большую часть обесценивающихся денег. Эту функцию выполняет обычно иностранная валюта и металлическая монета. Если монеты и иностранной валюты недостаточно для этой цели, то население использует некоторые товары или даже выдумывает собственную бумажную устойчивую валюту. Так, в повышенной расценке царских и керенских денег были повинны не только политические причины, но также и экономические мотивы: стремление избавиться от эмиссионного налога при недостатке металлической монеты для выполнения функций орудия сохранения ценности.

Но не проще ли, вместо бесплодной борьбы с нелегальными орудиями сохранения ценности, использовать общее стремление уклониться от эмиссионного налога для усиления дохода от эмиссии? Не проще ли, вместо суровых мер, воспрепятствующих обращению иностранной валюты и золота, дать населению бумагу, которая могла бы заменить иностранную валюту и золото, вытолкнув их из повседневного оборота? Однако, эта возможность строго ограничена: за известным пределом твердая эмиссия вредит не только другим ценностям, но также и падающей валюте. И тогда эффективность эмиссии падает ниже того уровня, на котором она находилась до выпуска твердой валюты. Этот предел и был перейден.

До апреля—мая 1923 г. вреда от параллельного обращения не ощущалось. Летом 1923 г. вред был уже ощутителен, но и доход от эмиссии червонцев был велик. К осени 1923 г. заложенные в параллельном обращении возможности повышения эмиссионного дохода были исчерпаны, но вред от него возрос до больших размеров.

Однако, бюджетный дефицит не был еще устранен. Государство не могло отказаться от эмиссии. Тогда оставалось еще одно средство: замедление скорости обращения мелких денежных знаков путем их стабилизации.

Таким образом, денежная реформа была подготовлена развитием последствий мероприятий денежной политики 1922—1923 г. Момент проведения ее был, так сказать, предопределен. Летняя эмиссия червонцев в 1923 г. обусловила осеннюю усиленную эмиссию совзнаков, осенняя эмиссия совзнаков привела к весенней денежной реформе. Но весна—не подходящее время для денежной реформы, построенной в расчете на твердую эмиссию. Весна—сезон сжатия товарооборота, весной народнохозяйственная потребность в деньгах сокращается. Возникло опасение: совпадет ли значительная потребность государства в эмиссии с приращением потребности народного хозяйства в устойчивых деньгах?

Такая обстановка реформы побуждала к особой осторожности. И, действительно, юридическое строение реформы 1924 г. отличается некоторою половинчатостью в основных вопросах организации денежного обращения. Реформа была начата декретом 5 февраля 1924 г. о выпуске казначейских билетов в 1, 3 и 5 рублей золотом. Декрет установил обязательность приема их во все платежи, установил предел для их вы-

пуска ¹⁾, но умолчал об отношении между неразменным червонцем и бумажным золотым рублем. Закон не закрывал возможности возврата к параллельной валюте. Незаконченность юридической структуры нового денежного обращения видна также из постановления СНК СССР от 7 марта 1924 г., которым был установлен твердый курс совзнаков. Этот твердый курс был выражен не в частях золотого рубля—золотых копейках, а в копейках—серебром.

Однако, на практике червонец приравнялся десяти золотым рублям. По циркуляру Правления Госбанка филиалам предлагалось «не только свободно производить обмен представляемых клиентурой червонцев на казначейские билеты по номиналу (10 рубл. равно 1 черв.), но и беспрепятственно обменивать казначейские билеты на червонцы». Филиалы Госбанка при этом обязывались «в корне пресекать всякую возможность возникновения каких-либо курсовых разниц между этими валютами» ²⁾.

И оборот рассматривал реформу, как унификацию денежного обращения. Без унификации реформу, вероятно, нельзя было бы провести: чтобы ввести в оборот казначейский золотой рубль, как твердый, нужно было его связать с червонцем.

Обесценение
после пре-
ращения
эмиссии.

Следующим шагом денежной реформы было прекращение эмиссии совзнаков. С 15 февраля 1924 г. эмиссия совзнаков была прекращена.

Однако обесценение их не только не прекратилось (как можно было бы ожидать), но достигло наивысшей в истории совзнака скорости. С 15 февраля по 10 марта курс червонца поднялся со 140.000 руб дензнак. 1923 г. до 500 000 р. Иными словами: за 25 дней ценность совзнака уменьшилась больше чем в три с половиной раза. Это обесценение нельзя считать стихийным процессом. Достаточно было прекратить повышение официального курса червонца, чтобы стабилизировать и вольный курс. Наоборот, стихия сопротивлялась этому обесценению совзнака. Вольный курс червонца в этот период времени в общем отставал от под'ема официального курса. Но это обесценение совзнаков соответствовало фискальным интересам: расчищая место для новых денег, оно позволяло дешевле выкупить совзнаки. Благодаря этому обесценению доля совзнаков в денежном обращении сжалась: 21 февраля она составляла 11,1% ценности денежной массы, 1 марта—6,3%, а 11 марта 3,6%. Строеие денежной массы стало неудобным для оборота: мелких денег стало недостаточно. Очевидно, быстрота обращения совзнаков в это время достигла предела. Правда, убыль ценности совзнаков до некоторой степени компенсировалась выпуском новых казначейских денег. Однако эта компенсация была далеко не полной. Если доля денежных купюр до 10 р. немного возросла ³⁾, то зато участие в этой доле совзнаков значительно уменьшилось: на 1 февраля совзнаки составляли 3/4 купюр до 10 рублей,

¹⁾ Размер выпуска казначейских билетов не должен превышать на 1 число каждого месяца половины выпущенных к этому времени Государственным банком червонцев.

²⁾ Циркуляр Правления Госбанка местн. учреждениям Гос. Банка от 27 февраля 1924 г. за № 17. Нужно отметить, что Государственный Банк еще 7 февраля 1924 г. объявил о приеме во все платежи без ограничения суммы казначейских билетов из расчета 1 черв. равняется 10 рублям-золотом и о размене червонцев на казначейские билеты.

³⁾ С 1 февраля по 10 марта 1924 г. доля купюр до 10 рубл. возросла с 16,6% до 18,7% всей денежной массы.

а на 11 марта только $1/5$. Это значительное изменение строения массы мелких денег при ничтожном возрастании их доли в денежном обращении было равносильно значительному абсолютному сокращению меновых функций мелких денег. Ибо обесценивающиеся совзнаки «работали» за четверых и более казначейских билетов, не говоря уже о серебряной монете, которая на первых порах почти не поступала в обращение, прочно оседа в карманах обывателя.

Образовалась пустота в каналах денежного обращения, которая еще возросла после стабилизации совзнака. Перестав обесцениваться, совзнак утратил и ту скорость обращения, которая вызывалась его обесцениванием. При этом, так как стабилизация наступила внезапно после стремительного обесценивания, то и замедление скорости обращения произошло внезапно после стремительного бега совзнаков. Недостаток разменных знаков превратился в острый разменный кризис. Разменный кризис, возникнув, сам себя стал усиливать, так как, судя по некоторым данным, скорость обращения мелких знаков и избыточно замедлилась. Экспедиционное обследование, организованное Наркомфином, установило следующее обстоятельство: «лишь только обнаружился недостаток в мелких деньгах предприятия и отдельные лица стали приберегать мелкие деньги совершенно так же, как припрятывали червонцы, имея в виду, что в момент, когда они окажутся необходимыми, их трудно будет достать» ¹⁾. Острота кризиса возрастала по мере удаления от административного центра. Даже в Москве, которая снабжалась новыми деньгами более обильно, чем провинция, денежный кризис проявился довольно ощутительно. В провинции же, особенно на Украине, Юго-Востоке (кроме Ростовского района), на Севере и в Сибири, разменный кризис протекал остро и длительно. Достаточно указать, что в Астрахани, Омске и Вологде дизажио на червонец доходило до 30%, на Украине до 20—25% ²⁾. Оборот напруг всю изобретательность, чтобы извернуться. В Одессе и в других городах Украины в обращении появились доллары. В Ташкенте торговцы выдавали записки на невыданную сдачу ³⁾. В Иваново-Вознесенске роль разменных денег стали выполнять спички. По сведениям из Тамбова и Козлова, под влиянием разменного кризиса стал развиваться натуральный обмен между крестьянами и частными торговцами ⁴⁾.

Такая острота разменного кризиса объясняется значительностью несоответствия покупательного строения денежной массы нормальному соотношению денежных знаков различных купюр при твердой валюте. На 11 марта 1924 г. купюры меньше 10 рублей составляли только $1/5$ денежного обращения, тогда как в 1914 г. — $2/5$. Доля мелких денег после стабилизации совзнака оказалась в двое меньше, чем она была в довоенное время.

Острота разменного кризиса, повидимому, превзошла ожидания творцов денежной реформы. «Те затруднения (читаем в № 65 «Финансовой газеты» от 26 марта), которые переживает наше денежное обра-

¹⁾ „Экон. Жизнь“ за 1924 г. № 145 от 27 марта, статья Л. Н. Юровского.

²⁾ „Экон. Жизнь“ за 1924 г. № 149, статья С. Кисел ва № 155, статья С. Кузнецова. Бюлл. Кон. И-та НКФ за 1924 г., № 4, стр. 17.

³⁾ „Экон. Жизнь“ № 149 за 1924 г. Телеграммы о ходе денежн. реформы на местах.

⁴⁾ Там же, статья С. Киселева.

шение из-за недостатка в обороте мелких знаков преимущественно от копейки до рубля, приняли формы более острые, чем это предполагалось при назначении сроков выпуска казначейских билетов, бон и серебра. Спрос со стороны оборота на новую валюту также превзошел ожидания» (статья Н. Тугаринова). Под влиянием мер борьбы с разменным кризисом, доля мелких денег постепенно повышается. Вот покупательное распределение всей денежной массы в ‰ к общей сумме денежного обращения *):

	До 1 рубля.	От 1 рубля до 10 руб.	От 10 рублей и выше.
1 марта 1924 г.	8,8	10,9	80,3
1 апреля „	6,9	19,0	74,1
1 мая „	8,2	24,0	67,8
1 июня „	6,8	31,4	61,8
1 июля „	7,9	30,5	61,6
1 августа „	10,3	31,5	58,2
1 сентября „	10,9	31,9	57,2
В 1913 году	6,3	33,9	59,8

Из этой таблички видно, что к 1 июня 1924 г. покупательный состав денежного обращения приблизился к отношениям, существовавшим в 1913 году. К этому же времени относится окончательная ликвидация разменного кризиса. Изменения его напряженности характеризуются приближением приведенных данных в течение апреля—мая к нормам 1913 года.

Если сокращается скорость обращения одной части денежного обращения при неизменной скорости обращения остальной части денежного обращения, то общее количество меновых функций, выполняемых всей массой денег в единицу времени, тоже должно сократиться. Наличная масса денег окажется не в состоянии передвинуть прежнюю массу товаров от производителя к потребителю. Возникнет общий денежный голод.

Был ли разменный кризис при проведении реформы также выражением общего денежного голода? По этому вопросу мнения разделились. Многие экономисты склонны были отрицать существование общего недостатка денег. Обычно указывали на то, что возрастание скорости обращения червонцев возместило убыль скорости обращения совзнаков. При этом ссылались на факт пополнения червонцами каналов оборота. Действительно, червонцы, обращавшиеся до реформы, главным образом, в пределах валютного рынка, при возникновении разменного кризиса вступили в денежно-товарный оборот. Однако было бы неправильно отождествлять это явление с ускорением обращения червонцев. В самом деле, под

*) Данные за 1924 г. из Бюллетеня Конъюнктурного Института 1924 г. № 9—10, стр. 32, статья П. Леонтьева.

увеличением скорости обращения червонцев надо понимать увеличение числа товарных сделок, выполняемых с помощью червонцев в единицу времени. Если червонец в тот период времени, когда ходил с лажем, редко передавался непосредственно из рук розничного покупателя в руки торговца, то это не значит, что он лежал без движения в кармане обывателя, точно заповедный клад. Наоборот, и тогда он был необходимым орудием множества товарных сделок, которые на первый взгляд обслуживались только совзнаками; но лажи заставляли делать его лишний окольный путь. Если обыватель держал мало совзнаков в кармане, то именно поэтому он должен был часто расходовать червонцы. Лишь только у покупателей истощался скудный запас совзнаков, они спешили на «черную биржу», чтобы продать очередной червонец. Вырученные от этой операции совзнаки покупатели уплачивали торговцам; продавцы же на эти же совзнаки немедленно покупали на бирже те червонцы, которые были проданы покупателями. В итоге червонцы покупателей перешли к продавцам в обмен за товары. Понятно, что при широком распространении такого порядка обороты и личный состав «черной биржи» должны были разрастись до огромных размеров. И этот рост черной биржи был признаком роста окольного пути червонцев при товарных сделках, но не признаком замедления их скорости обращения. Наоборот, при «тезаврировании» червонца он исчезал бы как из денежно-товарного оборота, так и из оборотов черной биржи.

Отсюда ясно, что заполнение червонцами товарного оборота само по себе вовсе не означало увеличения их скорости обращения. Заполнение червонцами оборота означало превращение окольного пути червонца от продавца к покупателю в непосредственный. Конечно, при этом могло произойти ускорение обращения червонцев, напр., под давлением денежного голода. Но вытекало ли оно из существа реформы? Нет, не вытекало, и вот почему. Для тех, кто перед реформой имел твердые деньги в достаточном количестве, реформа не создала мотивов к уменьшению своей кассы; она могла побудить лишь к замене части червонцев и сертификатов более мелкими купюрами твердых денег. Для тех же, кто накануне реформы вовсе не имел твердых денег или имел их недостаточно (вследствие крупного размера их купюр),—для тех реформа создала стремление к увеличению своей кассовой наличности, к задержанию денег в своей кассе дольше, чем раньше. Таким образом, реформа должна была сразу увеличить потребность оборота в деньгах вообще, хотя относительно не в такой мере, в какой возросла потребность в мелких деньгах. Разменный кризис был гораздо сильнее общего недостатка денег.

Быть может, денежный голод вызвал ускорение обращения червонцев, или—выражаясь нагляднее—поступление в оборот припрятанных червонцев. Однако это ускорение обращения червонцев,—если оно и произошло,—не могло полностью компенсировать уменьшения меновой работы совзнаков,—не могло по очень простой причине: на червонец—без сдачи—не все можно купить.

Экономисты, отрицавшие наличность денежного голода в начале денежной реформы, обычно указывали на отсутствие падения уровня цен. Действительно, в марте—апреле уровень цен в общем не понизился: понизился оптовый индекс, зато несколько повысились розничные.

Последствия
недостатка
денег.

Д а т ы.	Всесоюзные индексы.			Московск. *) розничный индекс Конъюктурн. Института.
	Оптовый индекс Госплана.	Розничный индекс Конъюктур. Института.	Бюджетный индекс Ц.Б.С.Т. и Госплана.	
1 февраля 1924 г.	187	205	199	222
1 марта „	193	207	206	222
1 апреля „	181	211	208	221
1 мая „	175	217	212	224
1 июня „	166	210	202	224

Однако ближайшим последствием недостатка денег в обороте нормально бывает не понижение цен, а сокращение сбыта. Недостаток денег, вызывая сокращение спроса, должен повести либо к сокращению сбыта, либо к понижению цен, либо к тому и другому вместе. Но оборот всегда всеми силами противится понижению цен. Каждый купец сокращает свои продажи—пока может—лишь бы не продавать себе убыток. Поэтому недостаток денег при проведении реформы прежде всего вызвал падение торгового оборота. Так, сумма биржевых и внебиржевых сделок в марте пала на Московской товарной бирже на 32%, на Ленинградской—на 26%, на Рыбинской—на 28%, на Пермской—на 31%, на Николаевской—на 23%, на Курской—на 18%, на Тверской—на 15%, на Елисаветградской—на 36%, на Житомирской—на 27%. Если оптовый оборот, несмотря на кустарное создание суррогатов денег, сжался под действием недостатка денег, то именно поэтому уровень цен остался без существенного изменения.

Общие итоги
денежного
обращения
в 1923/24 г.
сравнительно
с 1922/23 г.

Влияние денежной реформы на общее состояние денежного обращения может быть наглядно представлено в виде нижеследующей таблицы (См. перв. табл. на стр. 541).

Основные выводы из этой таблицы таковы:

1. В 1922/23 г. размеры всего обращения в червонцах росли при значительном росте червонных цен, тогда как в 1923/24 г. наибольший прирост денежного обращения падает на то время, когда уровень цен сохранял относительную устойчивость.

2. Поэтому ценность денежной массы в довоенных рублях в 1923/24 г. возросла в большей мере, чем 1922/23 г., притом почти весь прирост ее в 1923/24 г. падает на последние три квартала.

3. Темп всей эмиссии в 23/24 г. был гораздо меньше, чем в 22/23 г.

*) Бюллетень Конъюктурного Института 1924 г. № 9—10.

ДЕНЕЖНОЕ ОБРАЩЕНИЕ

Периоды.	Количество денег в обращении.				Выпуск денег в обращение.			Темп эмиссии в ср. за месяц (считал в черв. исчисл.).			Индексы цен.		
	Всего.	Банкнот.	Казначейской валюты.	Всего в довоен. руб. по весов. индек Кон'юктур. Инст.	Всего.	Банкнот.	Казначейской валюты.	Всех денег.	Банкнот.	Казнач. валюты.	Опт. индекс Госпл.	Розн. Кооп. И-та.	Бюдж. ЦБСТ и Госпл.
	В млн. черв. руб.				В млн. черв. руб.			В ‰ к обрац. на 1 число.					
Октябрь—декабрь 1922 г.	147,2	—	147,2	108,7	116,4	3,5	112,9	26,1	—	26	110	134	—
Январь—март 1923 г.	144,8	16,0	131,1	115,6	132,1	22,1	110,1	32,4	95,18	29,0	109	124	130
Апрель—июнь „ . .	176,1	45,2	130,0	129,3	135,6	44,3	94,3	26,2	40,0	22,3	119	137	138
Июль—сентябрь „ . .	230,8	138,2	92,6	134,1	222,0	137,4	184,6	34,3	44,2	26,6	156	172	171
Октябрь—декабрь 1923 г.	294,8	223,9	70,9	167,5	178,3	29,8	148,5	20,8	4,6	72,3	155	176	171
Январь—март 1924 г.	343,5	269,6	68,9	170,1	196,0	57,4	138,6	20,3	7,5	75,4	184	202	199
Апрель—июнь „ . .	448,1	295,3	152,8	185,1	86,2	4,1	82,2	6,8	3,8	22,2	172	213	207
Июль—сентябрь „ . .	551,7	320,4	231,3	252,2	144,4	54,2	90,2	9,1	5,8	14,1	172	219	204

Еще отчетливой выделяются эти различия при сопоставлении крайних моментов двух сравниваемых периодов.

Ценность денежного обращения

(в довоенных рублях).

Д а т ы.	По всеосоюзному индексу Кон'юктурного Института.		По бюджетному индексу Стат. Труда *).	
	Миллионы рубл.	Увеличен. в ‰.	Миллионы рубл.	Увеличен. в ‰.
На 1 октября 1922 г. . .	131,4	} 18 } 93	116	} 38 } 105
„ „ „ 1923 „ . .	154,6		160	
„ „ „ 1924 „ . .	299,5		328	

Отсюда видно, что возможности устойчивой эмиссии денег малых купюр были шире, чем возможности устойчивой эмиссии червонцев. Выпуск червонцев в 23 г. на 200—250 милл. рубл. подорвал совзнак и вызвал понижение покупательной силы червонца. Увеличение денежного обращения после 1 февр. 24 г. на 316 милл. черв. рубл. не причинило вреда.

*) „Вестник Финансов“ 1924 г., № 11, стр. 213. Данные о размерах обращения за июль—октябрь 1924 г., помещенные в этом № „В. Ф.“, не вполне совпадают с данными, помещенными в Бюлетене Кон'юктурного Института № 9—10 за 1924 г.

Покупательная сила червонца

(в довоенных рублях).

Д а т ы.	По розничн. индексу Кон- ъюнктурного Института.	По бюджетному индексу Статист. Труда и Гос- плана.	По оптовому индексу Госплана.
1 января 1923 г.	8,77	8,07	10,41
1 февраля 1924 г.	4,88	5,03	5,36
1 октября „	4,76	5,21	6,10

Причины
устойчивости
денег при
эмиссии после
денежной
реформы.

Эту устойчивость рубля после реформы при большем расширении денежного обращения (считая в черв.), чем в период эмиссии червонцев, можно объяснить так. Средний уровень денежных доходов населения очень низок. Для большинства населения червонец был слишком крупным денежным знаком. Червонец медленно проникал в деревню. Более того, усиленное выпуском червонцев обесценение совзнаков затрудняло развитие денежного хозяйства в деревне: к зиме 1923/24 г. подвоз с.-х. продуктов в города стал сокращаться вследствие роста убыточности для крестьян держания совзнаков. Таким образом, червонец сам не мог заполнить денежное обращение деревни, но вытеснял оттуда совзнак. Наоборот, мелкая твердая валюта стала проникать в углы деревни, где денежное хозяйство было разрушено девятилетней эмиссией.

Однако, кроме этого общего условия на устойчивость рубля после реформы влияли и др. причины.

До июня 1924 г. эмиссия заполняла ту пустоту в каналах денежного обращения, которая образовалась вследствие стабилизации совзнака и ощущалась в форме денежного кризиса. За это время (1 февраля—1 июня) денежное обращение возросло (кругло) на 150 милл. рубл., между тем показатели товарооборота свидетельствовали о некотором сокращении.

Месяцы 1924 г.	Показатели Конъюнктур- ного Института.		Изменения индексов цен в % ⁰ / ₀ .		Темп эмиссии твердой ва- люты (в % ⁰ / ₀ к обращен. на 1 число).
	Внутренней торговли.	Транспорта.	Розн. Кон. Института.	Оптов. Госплана.	
Февраль	133	103	+ 1,0	+ 3,1	21,4
Март	124	117	+ 2,0	- 6,7	14,7
Апрель	126	113	+ 3,0	- 3,3	12,3
Май	132	109	- 3,2	- 5,3	8,3
Июнь	99	105	+ 2,5	+ 1,8	4,5
Июль	124	114	+ 6,5	+ 3,5	5,7
Август	117	117	- 2,6	- 1,2	9,9
Сентябрь	—	—	- 1,4	- 5,3	11,5

Сколь ни условны эти показатели, однако, ясно, что эмиссия до июня оставалась твердой не вследствие расширения товарооборота,

ДЕНЕЖНОЕ ОБРАЩЕНИЕ

а вопреки некоторому сужению его. После ликвидации денежного голода, несмотря на уменьшение темпа эмиссии, наблюдается легкое повышение обоих индексов (оптов. и розн.). В конце лета началось обычное сезонное расширение товарооборота, правда, ослабленное неурожаем, и действие на цены возросшей в августе и сентябре эмиссии, было отражено расширением рынка. Наконец, нужно было отметить еще один фактор устойчивости нового рубля, имеющий, правда, второстепенное значение: политику цен. С реформой была связана задача не только стабилизации, но и поднятия покупательной силы червонца. Средством для такого подъема было избрано регулирование товарных цен путем воздействия на спрос и предложение товаров. Поскольку государство, как крупнейший торговец, снижало отпускные цены своих товаров, постольку избыток денег для оборота мог проявиться лишь в истощении товарных запасов. Это явление в действительности и наблюдалось: летом и осенью ощущался недостаток ряда ходовых товаров.

Изменение
состава
денежного
обращения.

Насколько значительно изменился состав денежного обращения в 1923/24 г. сравнительно с предшествующим годом, видно из следующей таблицы:

Распределение денежных знаков, находившихся в обращении, по их видам

(в %^{0/100}).

Д а т ы .	Сов- знаки.	Банк- ноты.	Сертифи- каты.	Казна- чейские билеты.	Серебря- ная мо- нета 1).	Времен- ные бонны.
1 октября 1922 года	100,0	—	—	—	—	—
1 января 1923 "	97,0	3,0	—	—	—	—
1 апреля " "	85,3	14,7	—	—	—	—
1 июля " "	62,9	37,1	—	—	—	—
1 октября " "	21,5	78,4	0,1	—	—	—
1 января 1924 года	19,4	77,5	3,1	—	—	—
1 апреля " "	3,9	73,6	5,3	13,9	2,5	0,8
1 июля " "	—	61,3	0,6	29,9	4,4	3,3
1 октября " "	—	55,6	—	32,4	7,9	4,1

Валютные курсы. В истекшем году произошло значительное падение курсов иностранной валюты и золота по отношению к червонцу. Вот как изменились московские вольные курсы валюты по кварталам 1922/23 г. и 1923/24—г. ²⁾.

1) С июля—августа 1924 г. в обращение стала поступать медная монета, но (до конца 1923/24 г.) в ничтожных размерах.

2) Данные по бюллетеню Кон. Ин-та (№ 9—10) с необходимыми поправками, так как в таблице бюллетеня (на стр. 9) были допущены ошибки. Так, курс фунта стерлингов за январь—март 1924 года не 7,97, а 9,30; курс золотого десятирублевика за апрель—июнь 1924 г. не 11,05, а 10,38, курс доллара за октябрь—декабрь не 2,12 а 2,16; за июль—сентябрь 1924 г. вопреки отметке „св. н.“, сведения имеются на той же странице; из них и вычислены приведенные в нашей таблице данные. Наконец, помещенные в той же таблице бюллетеня помесячные курсы, суть курсы на 1-е числа месяца, а не (средние) „за месяц“, как значится в обозначении. В этом легко убедиться, открыв др. таблицы бюллетеня К. И. (напр., на стр. 33 того же №).

К в а р т а л ы.	Курс	Курс	Курс
	доллара.	фунта стерлинга.	10-рубл. золотого.
	Средние из курсов на 1 число		
Январь—март 1923 года. . .	2,29	10,44	12,45
Апрель—июнь " " . . .	2,35	10,20	15,41
Июль—сентябрь " " . . .	2,10	9,78	13,60
Октябрь—декабрь 23 г. . .	2,16	9,43	13,31
Январь—март 24 " . . .	2,17	9,30	13,58
Апрель—июнь " " . . .	1,92	8,32	10,38
Июль—сентябрь " " . . .	1,94	8,55	9,83
1 октября	1,95	8,65	9,60

Денежная реформа сопровождалась резким падением курсов иностранной валюты и монеты. До реформы иностранная валюта и монета прежнего чекана служили «орудиями сохранения ценности». Вследствие выпуска твердых денег все прочие орудия сбережения значительно обесценились. За март м-ц на Московской бирже доллар и фунт ст. упали на 7,5%, золотая десятка более, чем на 1/4. Еще сильнее было падение иностранной валюты в провинции. Так в Саратове были сделки по 1 р. 60 к.—1 р. 70 к. за доллар. Особенно же пострадало банковое серебро прежнего чекана—с 1 р. 14 к. (ср. за февраль 1924 г.) оно упало до 57 к. (ср. за апрель 24 г.) за рубль, т.-е в два раза. Столь значительно обесценение банкового серебра прежнего чекана вполне понятно: реформа ввела в оборот именно мелкие купюры твердых денег (в частности серебро нового чекана). Если иностранная валюта уже раньше испытала конкуренцию червонца в функции орудия сбережения, то серебряная монета до появления мелких твердых денег была, так сказать, вне конкуренции, как удобнее орудие сбережения для крестьянства.

Разменное серебро прежнего чекана тоже обесценилось при проведении реформы, но гораздо менее, чем банковое (с 34 к. до 30 к. за 1 рубль). Это различие в степени обесценения банкового и разменного серебра объясняется тем, что банковое серебро было до реформы гораздо более переоценено оборотом (сравнительно с ценностью содержащегося металла), чем разменное.

Повышение валютного курса червонца за два последние года происходило при падении его покупательной силы. Поэтому общий уровень цен в золоте у нас должен был значительно возрасти.

Сколь ни условны сравнения различных индексов, однако, резкое различие между движением покупательной силы золота на мировом рынке и у нас несомненно. За два года уровень розничных цен в золоте у нас возрос на 75%, тогда как в Соед. Штатах за это же время он понизился, в Англии и Франции, остался без заметных перемен, и только в Германии повысился. Это падение цены иностранной валюты у нас в период денежной реформы было бы еще значительнее, если бы государство не поддерживало курсы иностранной валюты скупкой ее за счет эмиссии. В 1922—23 г. регулирование Госбанком валютного рынка было напри-

ДЕНЕЖНОЕ ОБРАЩЕНИЕ

Кварталы.	Общесловный рознич. индекс Конъюнктурного Института в золоте (чист.) ¹⁾	Общеслов. опто- вый индекс гос- плана в золоте (чист.)	Индекс оптовых товарных цен в золоте ²⁾ (1913 г. = 100).			
			Соед. Штаты.	Англия.	Франция.	Германия.
Октябрь—декабрь 1922 г.	138	113	148	142	129	74
Январь—март 1923 г. . .	137	120	150	148	132	85
Апрель—июнь „ . . .	144	125	144	148	139	85
Июль—сентябрь „ . . .	168	153	141*	139	124	88
Октябрь—декабрь 1923 г.	149	132	144	139	128	124
Январь—март 1924 г. . .	192	175	142	142	125	118
Апрель—июнь „ . . .	231	186	135	143	138	121
Июль—сентябрь „ . . .	240	187	136,5	147	130	118

влено на понижение курсов иностранной валюты; при проведении денежной реформы, наоборот, приходилось заботиться о предотвращении чрезмерного упадка иностранной валюты. И все же на валютном рынке депрессия господствовала до конца 23/24 г. Достаточно указать, что в сентябре 24 г. золото в слитках продавалось по 5 рублей за золотник, т.-е. на 9% ниже паритетной цены (5 р. 51 к.).

Эта длительность валютной депрессии не может быть приписана влиянию денежной реформы. Избыток иностранной валюты на внутреннем рынке поддерживался посредством политики активного платежного баланса.

В первом полугодии 22/23 г. торговый баланс был пассивен. Курсы иностранной валюты стояли высоко (по сравнению с паритетом покупательной силы), а индекс покупательной силы золота у нас был ниже, чем на мировом рынке—в Соед. Штатах, Англии (см. таблицу выше). Со второго полугодия 22/23 года положение меняется: торговый баланс становится активным, а индекс покупательной силы золота у нас начинает расти.

Политика активного торгового (и платежного) баланса продолжалась и в 23/24 г. Переполнение валютного рынка обнаружилось еще до начала денежной реформы. «Не только на тратты, но и на чеки зимой 1923—24 г. трудно стало находить покупателя»³⁾. Реформа только увеличила избыток валюты, присоединив к нему освободившиеся от функции орудия сбережения внутренние резервы валюты.

Чтобы не поставить в трудное положение наш экспорт, избыточная валюта скупалась Госбанком и Наркомфином за счет эмиссии. Пока существовал такой экстраординарный источник твердой эмиссии, как замедленные скорости обращения денег, до тех пор скупка притекающей в страну

¹⁾ Данные из Бюллетеня Конъюнктурного Института за 1924 г. (№ 9—10, стр. 8—9).

²⁾ Индексы: по С.-А. Соед. Штатам—Bradstreet'a, по Англии—Statist'a, по Франции—Statistique générale de la France, по Германии—Wirtschaft und Statistik.

Средние по кварталам составлены по данным, помещенным в Бюллетенях Конъюнктурного Института за 1923 и 1924 г.г.

³⁾ Юровский, назв. соч., стр. 80.

иностранный валюты могла совершаться в значительных размерах без заметного вреда для покупательной силы червонца. В дальнейшем же накопление валютных запасов за счет эмиссии представляет гораздо большую угрозу для покупательной силы рубля.

К денежному обращению у нас нередко причисляют также **Платежные обязательства** и **платежные обязательства Центрокассы**. Действительно, на **Центрокассы**. значение платежных обязательств состоит в том, чтобы служить платежным средством в расчетах государства с его контрагентами. Однако они приносят процент, что несвойственно денежным знакам ¹⁾. Кроме того, крупные размеры их купюр препятствуют их проникновению в широкий оборот.

Таким образом, вряд ли можно платежные обязательства Центрокассы присоединить к общей массе денежного обращения. Однако при некоторых условиях они могли конкурировать с деньгами: в период параллельной валюты они могли вместе с червонцами теснить совзнаки, в период денежного кризиса они могли смягчить недостаток денег ²⁾.

Поэтому приводим данные об обращении обязательств Центрокассы по кварталам 1922/23 и 1923/24 гг. в миллионах рубл. на 1-е число ³⁾:

Апреля 1923 г.	Июля	Октября	Января 1924 г.	Апреля	Июля	Октября
3,0	22,3	32,9	60,4	76,3	39,4	н. св.
—	—	38,1	67,3	85,8	51,6	48,7

¹⁾ До 1 апреля 1924 г. проценты начислялись только на время, проходящее от истечения месячного срока платежных обязательств Центрокассы до момента предъявления их к уплате; с 1 апреля 1924 г. проценты начисляются с момента их выпуска. Оборот тоже рассматривает эти обязательства, как приносящую доход бумагу, биржевая расценка обязательств на различные сроки различна.

²⁾ Об этом см., напр. „Промышленность и Торговля“ № 15, от 11 апреля 1924 г., стр. 23.

³⁾ Верхний ряд цифр по Бюллетеню Конъюнктурного Института 1924 г. № 9—10, нижний — по „Вестнику Финансов“ 1924 г. № 11, стр. 215. Приводим оба ряда данных в виду их значительного несовпадения.