

CONFERENCE FINANCIERE INTERNATIONALE
BRUXELLES, 1920
INTERNATIONAL FINANCIAL CONFERENCE
BRUSSELS, 1920

TOME IV
VOLUME IV

DOCUMENTS DE LA CONFERENCE
DOCUMENTS OF THE CONFERENCE

MEMORANDA STATISTIQUES SUR LES
MONNAIES ET LES CHANGES, LES
FINANCES PUBLIQUES, ET LE COMMERCE

STATISTICAL MEMORANDA ON CUR-
RENCY, PUBLIC FINANCE, AND TRADE

IMPRIMÉ POUR LA SOCIÉTÉ DES NATIONS
PRINTED FOR THE LEAGUE OF NATIONS
HARRISON & SONS LTD. ST. MARTIN'S LANE
LONDON W.C.2

TABLE DES MATIERES.

Les trois memoranda qui suivent constituent une édition révisée et augmentée des Rapports III, IV, et V qui furent préparés par le Secrétariat de la Société des Nations pour la Conférence Financière Internationale de Bruxelles; ils avaient été publiés à l'origine sous la forme de trois rapports séparés.

PARTIE 1.			
			PAGES.
Statistiques Monétaires	...	...	1-64
PARTIE 2.			
Finances Publiques	...	...	1-215
PARTIE 3.			
Commerce International	...	...	1-83

CONTENTS.

The following three memoranda are revised and amplified editions of Papers III, IV and V, which were prepared by the Secretariat of the League of Nations for the Brussels International Financial Conference, and were originally published as three separate documents.

PART I.			
			PAGES.
Currency Statistics	...	...	1-64
PART 2.			
Public Finance	...	...	1-215
PART 3.			
International Trade	...	...	1-83

CONFERENCE FINANCIERE INTERNATIONALE
BRUXELLES 1920

INTERNATIONAL FINANCIAL CONFERENCE
BRUSSELS 1920

Partie I

STATISTIQUES MONETAIRES

Part I

CURRENCY STATISTICS

IMPRIME POUR LA SOCIETE DES NATIONS
PRINTED FOR THE LEAGUE OF NATIONS
HARRISON & SONS LTD. ST. MARTIN'S LANE
LONDON W.C.2

INTRODUCTION.

Parmi les chiffres figurant aux pages suivantes, ceux qui se trouvent aux tableaux III et IV (sauf ceux placés entre parenthèses) ont été fournis par les Questionnaires distribués aux divers gouvernements avant la Conférence Financière Internationale de Bruxelles, ainsi que par les exposés faits à cette Conférence par les Délégués de ces gouvernements. Cette édition, bien que revue, ne comporte aucun changement, à l'exception toutefois de certains chiffres parus précédemment qui ont été remplacés par des chiffres plus récents, et d'un certain nombre de renseignements complémentaires nécessaires à la mise à jour des tableaux jusqu'au mois de septembre 1920.

Argent en Circulation.

Les chiffres de la circulation des billets de banque fournis par le tableau 3 donnent une idée de l'inflation du numéraire en circulation qui, en fait, s'est produite, dans des proportions différentes, dans tous les pays pendant la guerre. Cependant, jusqu'à un certain point, les billets ont été employés pour remplacer l'or retiré de la circulation, et il est nécessaire de prendre ce facteur en considération si l'on veut essayer d'évaluer l'augmentation réelle de la puissance d'achat.

On a essayé de faire ce calcul, dans le tableau suivant, aux dates du 31 décembre 1913 et du 31 décembre 1919. Pour la première de ces dates, les chiffres représentant l'or et l'argent en circulation qu'on a adoptés sont, sauf indication contraire, ceux qui ont été publiés par le Directeur de la Monnaie des États-Unis. Il a donc été nécessaire pour 1919 et, sauf dans quelques rares cas où des estimations officielles ont été faites, de s'en rapporter aux évaluations qui ont paru de temps en temps dans la presse; dans quelques cas, on a dû établir une évaluation originale sur la base des chiffres du monnayage ou de toute autre information se rapportant à la circulation de la monnaie d'or et d'argent d'un pays à l'autre, et au retrait de la monnaie de métal. Il n'a pas été possible d'obtenir des données statistiques par rapport à la circulation de billets communaux qui doivent avoir atteint, dans certains pays, un total des plus considérables.

TABLEAU A.—CIRCULATION MONÉTAIRE.
(en millions.)

Pays.	Etalon monétaire.	Décembre, 1913.				Décembre, 1919.				Pourcentage de (i) par rapport à (e).
		Or.	Argent.	Papier.	Total.	Or.	Argent.	Papier.	Total.	
	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)	(g)	(h)	(i)	(j)
Belgique	Franc	103 ¹	57 ¹	1,067	1,227	—	31 ⁴	4,786	4,817	392
France	Franc	2,680 ¹	1,500 ²	6,035	10,215	—	1,000 ⁴	37,661 ⁷	38,661	378
Italie	Lira	2 ⁵	114 ¹	2,783	2,899	—	—	18,814	18,814	649
Portugal	Milreis	(7·6) ¹	(11·1) ¹	91	109·7	—	27 ⁴	382	409	373
Royaume-Uni	£	123 ³	34 ³	57 ³	214	—	77 ³	459 ³	536 ³	250
Canada	£	Indisponibles		211 ¹⁰	[211] ¹⁰	—	—	440 ⁸	[440] ⁶	[209]
Inde-Anglaises	Rupee	750	2,000	646	3,396	—	3,000 ⁴	1,829	4,829	142
Nouvelle Zélande	£	2 ¹	1	1·7	4·7	—	1·5	7·8	9·3	198
Pays-Bas	Gulden	17·7 ³	69·4 ¹	317	404·1	—	119 ¹	1,099	1,218	302
Espagne	Peseta	Indisponibles		1,924	[1,924]	Indisponibles	3,856	[3,856]	[200]	
Suisse	Franc	(60·2) ¹	(70) ¹	318	448·2	—	225 ⁴	1,061	1,286	287
Suède	Krona	(12·8) ¹	5·7 ¹	234	252·5	—	40 ²	748	788	312

INTRODUCTION.

Of the figures submitted in the following pages, those given in Tables III and IV, with the exception of such as are placed in brackets, were obtained from the Questionnaires circulated to the various governments before the International Financial Conference at Brussels, and from the statements made by the delegates of those governments at that Conference. No alteration has been made in this revised edition beyond the substitution of more recent figures for those previously given, and the addition of a certain amount of supplementary information, necessary to bring the tables up to the end of September, 1920.

Money in Circulation.

The figures of note circulation in Table III afford some measure of the inflation of currency which has taken place to a greater or less degree in practically all countries during the war. To some extent, however, notes have been used in order to replace gold which has been withdrawn from circulation, and it is necessary to take this factor into consideration in any attempt to estimate the actual increase in purchasing power.

In the following table this calculation has been attempted for the dates December 31st, 1913, and December 31st, 1919. For the former date the figures of gold and silver in circulation as published by the Director of the Mint of the United States have been accepted unless otherwise indicated. For 1919, except in a few cases where official estimates have been made, it has been necessary to place reliance on estimates which have appeared from time to time in the Press, and in some instances to make an original estimate based on the evidence supplied from the figures of minting and from other information with reference to the movement of silver currency and gold from one country to another, and the withdrawal of metal currency from circulation. It has not proved possible to obtain any statistical data with reference to the circulation of communal notes, the total of which in some countries must be considerable.

TABLE A.—CURRENCY CIRCULATION.
(000,000's omitted.)

Country.	Unit of Currency.	December, 1913.				December, 1919.				% which (i) is of (e)
		Gold.	Silver.	Paper.	Total.	Gold.	Silver.	Paper.	Total.	
	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)	(g)	(h)	(i)	(j)
Belgium	Franc	103 ¹	57 ¹	1,067	1,227	—	31 ⁴	4,786	4,817	392
France	Franc	2,680 ¹	1,500 ²	6,035	10,215	—	1,000 ⁴	37,661 ⁷	38,661	378
Italy	Lira	2 ⁵	114 ¹	2,783	2,899	—	—	18,814	18,814	649
Portugal	Milreis	(7.6) ¹	(11.1) ¹	91	109.7	—	27 ⁴	382	409	373
United Kingdom	£	123 ³	34 ³	57 ³	214	—	77 ³	459 ³	536 ³	250
Canada.. .. .	£	Not available		211 ¹⁰	[211] ¹⁰	—	—	440 ⁶	[440] ⁶	[209]
India	Rupee	750	2,000	646	3,396	—	3,000 ⁴	1,829	4,829	142
New Zealand.. .. .	£	2 ¹	1	1.7	4.7	—	1.5	7.8	9.3	198
Holland	Gulden	17.7 ³	69.4 ¹	317	404.1	—	119 ¹	1,099	1,218	302
Spain	Peseta	Not available		1,924	[1,924]	Not available		3,856	[3,856]	[200]
Switzerland	Franc	(60.2) ¹	(70) ¹	318	448.2	—	225 ⁴	1,061	1,286	287
Sweden	Krona	(12.8) ¹	5.7 ¹	234	252.5	—	40 ²	748	788	312

TABLEAU A.—CIRCULATION MONÉTAIRE—*suite*.
(en millions.)

Pays.	Etalon monétaire.	Décembre, 1913.				Décembre, 1919.				Pourcentage de (f) par rapport à (e).
		Or.	Argent.	Papier.	Total.	Or.	Argent.	Papier.	Total.	
	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)	(g)	(h)	(i)	(j)
Norvège	Kroner	23 ¹	15·1 ¹	108	146·1	—	7·5	454	461·5	316
Danemark	Kroner	—	28·3 ¹	152	180·3	—	9·4 ²	489	498·4	276
Finlande	Mark Fin.	(19·2) ¹	(2·6) ¹	113	134·8	—	—	1,124	1,124	834
Grèce	Drachme	(10·4) ¹	15·5 ¹	311	336·9	—	10·4 ⁴	1,412	1,516	450
Roumanie	Leu	(10·8) ¹	(78·2) ¹	425 ⁵	514·0	—	—	6,400	6,400	1,245
Allemagne	Mark	2,570 ¹³	750 ¹³	2,562	6,062	—	—	62,036	62,036 ⁷	1,023
Etats-Unis	\$	1,640	704	1,069	3,413	1,738 ¹¹	490 ¹¹	3,642 ¹¹	5,870	172
R. Argentine	Peso	—	—	777 ¹⁰	777 ¹⁰	—	—	1,277 ⁶	1,277 ⁶	164
Brésil	Milreis	—	—	897	897	—	—	1,748	1,748	195
Chili	\$	—	—	150 ¹⁰	150 ¹⁰	—	—	244 ¹²	244 ¹²	162
Japon	Yen	37	142	426	605	60 ⁸	151 ⁸	1,486 ⁸	1,697	281

¹ " Rapport annuel du directeur de la monnaie des Etats Unis " ; les chiffres entre parenthèses sont ceux de 1912.

² " Les Circulations Monétaires après la Guerre " (Société des Nations).

³ " Etats du Board of Trade pour l'expansion de la circulation " (C.M.D. 734). Chiffres du Royaume-Uni, Juillet 1914—Mars 1920.

⁴ Estimation originale.

⁵ Calculé d'après le montant retiré de la circulation pendant la guerre.

⁶ 31/3/20.

⁷ Ne comprend pas les billets de banque communaux qui ont, jusqu'à un certain point, remplacé l'argent.

⁸ 31/1/20. La circulation métallique (autre que l'or et l'argent) est également comprise.

⁹ Juillet 1914.

¹⁰ 30/6/14.

¹¹ 30/6/19.

¹² 31/10/19.

¹³ Estimation officielle.

* On donne quelquefois d'autres estimations variant des chiffres donnés à 5,000,000,000 francs. On suppose que des quantités considérables ont été amassées avant la guerre, et la question reste de savoir si les moyennes de ces réserves doivent être déduites de la circulation active ou considérées comme un facteur réduisant la rapidité de la circulation.

L'avant-dernière colonne du tableau précédent montre que les pays considérés forment approximativement quatre groupes, selon le degré d'expansion de leur circulation monétaire jusqu'à 31 décembre 1919 :—

- a) Les États-Unis, les pays de l'Amérique du Sud et les Dominions Britanniques où la quantité de monnaie en circulation a subi un accroissement de 50 à 100 pour cent.
- b) Le Royaume-Uni, le Japon et les pays neutres européens où l'augmentation a varié de 100 à 225 pour cent.
- c) Le Portugal, la France, la Belgique, la Grèce et l'Italie, où l'augmentation a atteint de 250 à 550 pour cent.
- d) Les autres États belligérants de l'Europe, où l'augmentation a dépassé 800 pour cent.

Circulation et Prix.

Il pourra être utile de comparer ces augmentations avec les nombres index des prix de gros que l'on peut se procurer. Sauf pour le cas de l'Italie, le pourcentage d'augmentation de la circulation active a été, dans tous les pays pour lesquels on possède des nombres-index de prix, quelque peu inférieur à l'augmentation des prix. On doit naturellement s'attendre à cette

TABLE A.—CURRENCY CIRCULATION—*continued.*
(000,000's omitted.)

Country.	Unit of Currency.	December, 1913.				December, 1919.				% which (i) is of (e).
		Gold.	Silver.	Paper.	Total.	Gold.	Silver.	Paper.	Total.	
	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)	(g)	(h)	(i)	(j)
Norway	Krone	23 ¹	15·1 ¹	108	146·1	—	7·5	454	461·5	316
Denmark	Krone	—	28·3 ¹	152	180·3	—	9·4 ²	489	498·4	276
Finland	F. Mark	(19·2) ¹	(2·6) ¹	113	134·8	—	—	1,124	1,124	834
Greece	Drachma	(10·4) ¹	15·5 ¹	311	336·9	—	10·4 ⁴	1,412	1,516	450
Roumania	Leu	(10·8) ¹	(78·2) ¹	425 ⁹	514·0	—	—	6,400	6,400	1,245
Germany	Mark	2,750 ¹³	750 ¹³	2,562	6,062	—	—	62,036	62,036 ⁷	1,023
U.S.A.	\$	1,640	704	1,069	3,413	1,738 ¹¹	490 ¹¹	3,642 ¹¹	5,870	1,72
Argentine	Peso	—	—	777 ¹⁰	777 ¹⁰	—	—	1,277 ⁶	1,277 ⁶	164
Brazil	Milreis	—	—	897	897	—	—	1,748	1,748	195
Chili	\$	—	—	150 ¹⁰	150 ¹⁰	—	—	244 ¹²	244 ¹²	162
Japan	Yen	37	142	426	605	60 ⁸	151 ⁸	1,436 ⁸	1,697	281

¹ "Annual Report of the Director of the Mint," U.S.A.; figures in brackets relate to 1912.

² "Currencies after the War" (League of Nations).

³ "Statements of Currency Expansion Board of Trade" (C.M.D. 734). U.K. figures, July, 1914—March, 1920.

⁴ Original Estimate.

⁵ Calculated from amount withdrawn from circulation during the War.

⁶ 31/3/20.

⁷ Does not include communal notes which have to a certain extent replaced silver.

⁸ 31/1/20. Base metal currency is also included.

⁹ July, 1914.

¹⁰ 30/6/14.

¹¹ 30/6/19.

¹² 31/10/19.

¹³ Official estimate.

* Other estimates varying from the figures given up to 5,000,000,000 francs are sometimes given. Considerable quantities it is understood were hoarded before the War and it is open to question whether the average of such hoardings should be deducted from the active circulation or treated as a factor limiting the rapidity of circulation.

It will be noted from the penultimate column of the foregoing table that the countries under review fall roughly into four groups, according to the degree of their currency expansion up to December 31st, 1919:—

- (a) The United States, the South American countries and British Dominions, where the increase of currency has been from 50 to 100 per cent.
- (b) The United Kingdom, Japan and the European neutrals, where the increase has varied from 100 to 225 per cent.
- (c) Portugal, France, Belgium, Greece and Italy, where the increase has varied from 250 to 550 per cent.
- (d) The other belligerent European States, where the increase has exceeded 800 per cent.

Circulation and Prices.

These increases may usefully be compared with such index numbers of wholesale prices as are available. Except in the case of Italy the percentage increase in the active circulation has, for all those countries for which index numbers of prices are available, been somewhat less than the rise in prices. This difference is, of course, to be expected for all countries whose productive

différence pour tous les pays dont la capacité de production a diminué depuis décembre 1913; les trois premiers pays figurant au Tableau ci-dessous ont été spécialement atteints à ce point de vue.

TABLEAU B.*

Pays.	Circulation active d'après-guerre en pourcentage de 1913, période d'avant-guerre.	Prix de gros d'après-guerre en pourcentage des prix, d'avant-guerre.	Période.
(a)	(b)	(c)	
Royaume-Uni	250	317	31/7/14— 31/3/20
France	378	425	31/12/13—31/12/19
Italie	649	457	31/12/13—31/12/19
Canada	(209)	233	30/6/14— 31/3/20
Japon.. .. .	281	301	31/12/13— 31/1/20
Suède.. .. .	312	317	31/12/13—31/12/19
Etats-Unis	172	219	31/12/13— 31/7/19

Quoique les rapports de cause à effet entre ces chiffres puissent donner lieu à des divergences d'interprétation, leur interdépendance est généralement un fait reconnu. Dans le cas des pays de langue anglaise où le système du dépôt et du chèque est très développé, il est à remarquer que l'augmentation des prix a considérablement dépassé l'augmentation de la circulation effective donnée par les statistiques précédentes.

Dans le cas de l'Italie, il semble que les prix soient loin d'avoir augmenté dans les mêmes proportions que la circulation. Pourtant, comme on le verra plus bas, l'année 1920 a vu un accroissement rapide des prix, qui tend à rapprocher les deux séries de chiffres.

Ce mouvement accéléré peut être dû (et la même remarque s'applique jusqu'à un certain point à la France) au retour dans la circulation des billets de banque précédemment amassés par les paysans: en d'autres termes à un accroissement de la rapidité de la circulation. Bien plus, l'estimation de l'accroissement de la circulation en Italie est sans doute un peu trop élevée étant donné l'estimation faible de l'or en circulation avant la guerre.

Accroissement Annuel de la Circulation et des Prix.

Étant donné la difficulté qu'on éprouve à évaluer la rapidité avec laquelle l'or a été retiré de la circulation dans divers pays pendant la guerre, il n'est pas possible de donner de chiffres exacts rendant compte de l'accroissement annuel de la circulation monétaire. Les tableaux C et D ne montrent que l'accroissement annuel en billets de banque pour la période 1913-1919 dans ses rapports avec le mouvement des prix. Dans le premier de ces deux tableaux, l'année 1913 est prise pour base, et dans le second, les chiffres donnés pour chaque année sont pris proportionnellement aux chiffres de l'année précédente prise pour unité, pourcentage).

On remarquera que les changements annuels des prix tendent, chaque année et jusqu'à la fin de 1918, à se rapprocher davantage des modifications dans les pourcentages de la circulation monétaire. Ce phénomène s'explique par le fait que la papier prenait simplement la place de l'or dans la circulation.

capacity has decreased since December 1913 ; of the countries in the table the first three have been most affected in this respect.

TABLE B.*

Country.	Post-war, Active Circulation as a Percentage of Pre-war.	Post-war, Wholesale Prices as a Percentage of Pre-war Prices.	Period.
(a)	(b)	(c)	
United Kingdom	250	317	31/7/14— 31/3/20
France	378	425	31/12/13—31/12/19
Italy	649	457	31/12/13—31/12/19
Canada	(209)	233	30/6/14— 31/3/20
Japan	281	301	31/12/13— 31/1/20
Sweden	312	317	31/12/13—31/12/19
U.S.A.	172	219	31/12/13— 31/7/19

Although different opinions may be held with reference to the causal relationship of these figures, their interdependence is a generally accepted fact. It is notable that in the case of the English speaking countries, where the deposit and cheque system is highly developed, the increase in prices has considerably exceeded the increase in effective circulation as given.

In the case of Italy, prices appear to have lagged behind currency to a remarkable degree, but as is shown below a very accelerated movement has taken place in 1920, which is tending to make these two sets of figures rapidly draw together.

This accelerated movement may possibly be due—and the same remark applies in some degree to France—to the re-entrance into circulation of notes previously hoarded by the peasants ; in other words, to an increase in the rapidity of circulation. Moreover, the estimate of the increase in circulation in Italy is probably slightly too high, owing to the low estimate of gold in circulation before the War.

Annual Increase in Circulation and Prices.

Owing to the difficulty of ascertaining the rapidity with which gold was withdrawn from circulation in different countries during the war, it is not possible to give any exact figures of the annual rate of the increase of currency. In Tables C and D the increase in notes alone is given for each year of the period 1913–1919, together with price movements. In the first of these two tables 1913 is taken as the base and in the second the figures for each year are taken as a percentage of the preceding year.

It will be noted that the annual changes in prices tended to approximate each year up to the end of 1918 more and more closely to the percentage changes in currency, which may perhaps be explained by the fact that paper was merely taking the place of gold in circulation.

TABLEAU C.—CHANGEMENTS (POURCENTAGE) DANS LES PRIX ET LES EMISSIONS DE BILLETS DE BANQUE, 1913 = 100.

Pays.	1914.	1915.	1916.	1917.	1918.	1919.
France—						
Prix	116	169	206	309	358	429
Billets de banque ..	175	233	292	391	530	652
Italie—						
Prix	101	170	234	365	437 ¹	457 ¹
Billets de banque ..	129	181	227	366	499	667
Suède—						
Prix	116	145	185	244	339	330
Billets de banque ..	130	140	178	244	347	319
Etats-Unis—						
Prix	100	101	124	176	196	214
Billets de banque ..	104.1	119	136	150	183	186
Canada—						
Prix	100	118	151	187	211	236
Billets de banque ..	118	136	155	206	239	251
Japon—						
Prix	91	108	131	166	214	289
Billets de banque ..	90	101	141	195	268	305

TABLEAU D.—ACCROISSEMENTS ANNUELS DES PRIX ET DES EMISSIONS DE BILLETS DE BANQUE (VALEUR RELATIVE POURCENTAGE).

Pays.	Pourcentage de 1914 par rapport à 1913.	Pourcentage de 1915 par rapport à 1914.	Pourcentage de 1916 par rapport à 1915.	Pourcentage de 1917 par rapport à 1916.	Pourcentage de 1918 par rapport à 1917.	Pourcentage de 1919 par rapport à 1918.
Royaume-Uni						
Prix	110	129	130	120	106	120
Billets	252	186	137	137	152	113
France—						
Prix	116	146	122	150	116	120
Billets	175	133	125	134	135	123
Italie—						
Prix	101	169	137	156	120 ¹	123
Billets	129	141	125	161	136	134
Suède—						
Prix	116	125	128	132	139	97
Billets	130	108	127	137	142	92
Etats-Unis—						
Prix	100	101	123	142	111	109
Billets	101	108	114	121	104	110
Canada—						
Prix	100	118	129	124	113	112
Billets	118	115	113	133	116	105
Japon—						
Prix	91	119	122	127	128	135
Billets	90	112	140	138	138	136

¹ Pourcentage de novembre 1918 exprimé par rapport à décembre 1917.

Dans les tableaux C et D les chiffres des prix représentent pour le Canada et les Etats-Unis la moyenne de chaque année. Dans le cas des Etats-Unis les chiffres représentant les billets sont ceux de la fin de juin de chaque année, et dans le cas du Canada les chiffres représentant les billets sont ceux de la fin de mars des années suivantes. Les chiffres relatifs aux prix sont des moyennes annuelles en ce qui concerne la Suède.

TABLE C.—PERCENTAGE CHANGES IN PRICES AND NOTE ISSUES, 1913 = 100.

Country.	1914.	1915.	1916.	1917.	1918	1919.
France—						
Prices	116	169	206	309	358	429
Notes.. ..	175	233	292	391	530	652
Italy—						
Prices	101	170	234	365	437 ⁽¹⁾	457
Notes.. ..	129	181	227	366	499	607
Sweden—						
Prices	116	145	185	244	339	330
Notes.. ..	131	149	190	253	360	329
U.S.A.—						
Prices	100	101	124	176	196	214
Notes.. ..	101	109	124	151	157	172
Canada—						
Prices	100	118	151	187	211	236
Notes.. ..	118	136	155	206	239	251
Japan—						
Prices	91	108	131	166	214	289
Notes.. ..	90	101	141	195	268	365

TABLE D.—ANNUAL PERCENTAGE INCREASES IN PRICES AND NOTE ISSUES.

Country.	1914 expressed as percentage of 1913.	1915 expressed as percentage of 1914.	1916 expressed as percentage of 1915.	1917 expressed as percentage of 1916.	1918 expressed as percentage of 1917.	1919 expressed as percentage of 1918.
United Kingdom—						
Prices	110	129	130	120	106	120
Notes.. ..	252	186	137	137	152	113
France—						
Prices	116	146	122	150	116	120
Notes.. ..	175	133	125	134	135	123
Italy—						
Prices	101	169	137	155	120 ⁽¹⁾	123
Notes.. ..	129	141	125	161	136	134
Sweden—						
Prices	116	125	128	132	139	97
Notes.. ..	131	114	127	133	142	91
U.S.A.—						
Prices	100	101	123	142	111	109
Notes.. ..	101	108	114	121	104	110
Canada—						
Prices	100	118	129	124	113	112
Notes.. ..	118	115	113	133	116	105
Japan—						
Prices	91	119	122	127	128	135
Notes.. ..	90	112	140	138	138	136

⁽¹⁾ November 1918 expressed as percentage of December, 1917.

In Tables C and D the figures of prices for Canada and U.S.A. are the average of each year. The figures for notes for U.S.A. are for the end of June of each year, the figures for Canada for the end of March of the succeeding years. The price figures for Sweden are annual averages.

L'armistice ne fit point cesser en général l'inflation de la circulation monétaire, quoiqu dans la plupart des pays, cette inflation fût un peu moins rapide pendant les années 1919 qu'au cours de l'année précédente et, en certains cas, il s'est même produit une baisse véritable et 1920. Pendant l'année courante, le mouvement de hausse a dans la plupart des pays, nettement tendu à dépasser l'accroissement de la circulation monétaire pendant les sept ou huit premiers mois. La baisse des prix qui a commencé au Japon au mois de juin, a toutefois paru devenir générale. Le tableau trimestriel ci-après montre les changements en détail :

TABLEAU E.—POURCENTAGE DES CHANGEMENTS SURVENUS DANS LA CIRCULATION FIDUCIAIRE ET DANS LES PRIX DEPUIS L'ARMISTICE.

décembre 1918 = 100.

—		31 mars 1919.	30 juin 1919.	30 septem- bre 1919.	31 décem- bre 1919.	31 mars 1920.	30 juin 1920.	30 sept. 1920.
Suède	Billets	92.3	89.5	92.3	91.9	91.1	90.5	95.9
	Prix	95.2	87.1	85.8	85.2	95.2	98.4	97.3
Pays-Bas	Billets	94.5	95.2	93.5	96.6	94.7	94.0	96.4
Australie	Billets ¹	95.6	94	93.5	95.8	96.5	96.4	90.8
	Prix	98.3	100.7	107.8	114.9	120.2	135.8	—
Suisse	Billets	96.3	96	96.3	106.1	99.7	97.7	101.5
Etats-Unis	Billets	85.9	96.0	100.1	111.1	112.2	114.8	120.2
	Prix	97.6	100.5	106.8	115.5	122.8	130.6	112.6
Norvège	Billets	99	99.3	99.8	104.1	103.2	101.0	109.6
	Prix	—	91	—	93.3	101.7	110.7	123.2
Belgique	Billets	—	146.3	146.0	148.4	154.1	160.9	178.7
Finlande	Billets	94.7	85.4	87.8	97.2	108.4	104.1	112.5
Grèce ²	Billets	102.3	105.9	109.3	109.2	110.3	110.8	117.2
Royaume-Uni	Billets	103.4	106.9	104.7	113.7	112	121.4	122.4
	Prix	94.1	101.7	109.6	120.0	133.6	130.4	126.9
Japon	Billets	79.4	94.4	102.4	135.8	119.5	117.8	99.8
	Prix	96.5	106.7	120.5	135.0	150.0	115.9	107.9
Espagne	Billets	104.6	105.4	111.4	115.6	115.2	116.2	121.3
Danemark	Billets	96.4	96.7	101.2	108.4	116.4	117.5	124.3
Indes Anglaises	Billets	102.3	110.6	116.8	124.4	118.6	111.7	107.2
France	Billets	110.2	113.8	118.3	123	123.4	124.8	129.6
	Prix	95.2	93.2	102.0	119.8	157.2	139.6	149.0
Nouvelle-Zélande ³	Billets	103.9	115.3	117.4	115.7	123.9	—	—
Italie	Billets	100.2	104.8	117.1	133.7	131.2	144.7	152.7
	Prix	74.5	81.9	85.0	104.6	141.6	140.4	150.5
Portugal	Billets	102.0	94.3	102.1	117.5	139.8	145.0	—
Autriche-Hongrie ⁴	Billets	130.2	117.3	128.6	153.1	168.2	174.6	193.6
Roumanie	Billets	180.4	117.6	143.9	169.3	180.4	192.9	—
Allemagne	Billets	112.5	129.1	127.9	151.9	180.1	207.2	—

¹ Estimation basée sur les chiffres de janvier 1919.

² Base estimée pour décembre 1918.

³ Estimation basée sur la moyenne des quatre trimestres 1918.

⁴ Estimation basée sur les chiffres de novembre 1919.

⁵ Non compris les Kassenscheine.

L'élévation plus rapide des prix entre le mois de septembre 1919 et mars 1920, accusé par ce tableau, peut s'expliquer par le fait que les changes sur l'Amérique (comme nous le verrons plus loin) avont, dans certains cas, tombés à un chiffre extraordinairement peu élevé : le résultat en a été

The armistice, however, brought no general cessation of currency inflation, although for the majority of countries the rate of inflation was somewhat less acute during the years 1919 and 1920 than during the preceding year, and in some cases there has been an actual decline. During the current year the upward movement of prices in most countries tended greatly to exceed the increase in currency during the first seven or eight months. The fall in prices, however, which began in Japan in June, now shows signs of becoming general. The following quarterly table shows these changes in detail :—

TABLE E.—PERCENTAGE CHANGES IN NOTE CIRCULATION AND PRICES SINCE THE ARMISTICE.

December, 1918 = 100.

—		March 31st, 1919.	June 30th, 1919.	September 30th, 1919.	December 31st, 1919.	March 31st, 1920.	June 30th, 1920.	September 30th, 1920.
Sweden	Notes.. ..	92.3	89.5	92.3	91.9	91.1	90.5	95.9
	Prices	95.2	87.1	85.8	85.2	95.2	98.4	97.3
Holland	Notes.. ..	94.5	95.2	93.5	96.6	94.7	94.0	96.4
	Australia	Notes ¹	95.6	94	93.5	95.8	96.5	96.4	90.8
Switzerland	Prices	98.3	100.7	107.8	114.9	121.7	135.8	—
	Notes.. ..	96.3	96	96.3	106.1	99.7	97.7	101.5
U.S.A.	Notes.. ..	95.9	96	100.1	111.1	112.2	114.8	120.2
	Prices	97.6	100.5	106.8	115.5	122.8	130.6	112.6
Norway	Notes.. ..	99	99.3	99.8	104.1	103.2	101.0	109.6
	Prices	—	91	—	93.3	101.7	110.7	123.2
Belgium	Notes.. ..	—	146.3	146	148.4	154.1	160.9	178.7
Finland	Notes.. ..	94.7	85.4	87.8	97.2	108.4	104.1	112.5
Greece ²	Notes.. ..	102.3	105.9	109.3	109.2	110.3	110.8	117.2
United Kingdom	Notes.. ..	103.4	106.9	104.7	113.7	112	121.4	122.4
	Prices	94.1	101.7	109.6	120.0	133.6	130.4	126.9
Japan	Notes.. ..	79.4	94.4	102.4	135.8	119.5	117.8	99.8
	Prices	96.5	106.7	120.5	135.0	150.0	115.9	107.9
Spain	Notes.. ..	104.6	105.4	111.4	115.6	115.2	116.2	121.3
Denmark	Notes.. ..	96.4	96.7	101.2	108.4	116.4	117.5	124.3
British India.. ..	Notes.. ..	102.3	110.6	116.8	124.4	118.6	111.7	107.2
France.. ..	Notes.. ..	110.2	113.8	118.3	123	123.4	124.8	129.6
	Prices	95.2	93.2	102.0	119.8	157.2	139.6	149.0
New Zealand ³	Notes.. ..	103.9	115.3	117.4	115.7	123.9		
Italy	Notes ⁴	100.2	104.8	117.1	133.7	131.2	144.7	152.7
	Prices	74.5	81.9	85.0	104.6	141.6	140.4	150.5
Portugal	Notes.. ..	102.0	94.3	102.1	117.5	129.8	145.0	—
Austria-Hungary ⁵	Notes.. ..	130.2	117.3	128.6	153.1	168.2	174.6	193.6
Roumania	Notes.. ..	180.4	117.6	143.9	169.3	180.4	192.9	—
Germany	Notes.. ..	112.5	129.1	127.9	151.9	180.1	207.2	—

¹ Based on January, 1919.
² Estimated base for December, 1918.
³ Based on average of four quarters, 1918.
⁴ Based on November, 1918.
⁵ Excluding Kassenscheine.

The more rapid rise of prices between Sept., 1919, and March, 1920, which this Table indicates may possibly be explained by the fact (to which further reference is made later), that exchanges on America had in certain cases fallen to an unduly low figure, with the result that goods

que les marchandises ont été importées des États-Unis à des prix très élevés si on les compare au prix moyen des produits nationaux affectant ainsi le nombre-index total. Bien plus, les prix excessifs payés en échange de marchandises américaines ont tendu à restreindre les achats et à produire ainsi une rareté relative des produits, dans le pays qui importait, avec le même résultat.

Mais, dans certains cas on pouvait prévoir le mouvement rapide des prix qui s'est produit ; en effet, pendant les neuf premiers mois de 1919, les prix tendirent à se maintenir à un niveau inférieur à celui de l'inflation monétaire, et ce fait était dû aux causes suivantes les mesures de contrôle prises par les divers gouvernements, afin de faire baisser le prix des matières premières, et de relever le prix des articles de luxe (le prix des matières premières entrant seul dans la composition des nombres index), la vente de quantités considérables de munitions et de matières premières appartenant aux gouvernements, la thésaurisation des billets, les variations dans la demande relative des divers produits, par suite du passage de l'état de guerre à l'état de paix (variations qui faussaient parfois l'action des nombres index), enfin la force de l'habitude.

Reserves d'Or.

La dernière colonne du tableau 3 donne le rapport (en %) qui existe entre l'encaisse totale d'or monnayé et d'or en lingots du Gouvernement et de la Banque centrale, et la quantité totale de papier monnaie en circulation, aux dates du 31 décembre 1913 et du 31 décembre 1919. On remarquera que ce rapport, à la dernière date, varie de 1 pour cent dans le cas de la Pologne, à 85.9 pour cent dans le cas de la république argentine. On remarquera aussi que par suite du retrait de l'or de la circulation, on a constaté un accroissement presque universel dans les chiffres absolus des stocks d'or. Les pourcentages, quoi qu'ils soient loin de représenter toujours une "couverture" réelle, indiquent dans ses grandes lignes le caractère du problème auquel chaque pays doit faire face, si l'on essaie de redonner l'or pour base à la circulation monétaire. Toutefois, à l'heure actuelle, il existe dans la plupart des pays une différence considérable entre le pouvoir d'achat de l'or et celui du papier monnaie ; si un pays quelconque décidait de fonder à nouveau sa circulation monétaire sur la base de l'or, sans tenter de ramener le papier à sa valeur or, le pourcentage effectif (pour cent) de la "couverture" serait grandement accru.

Dans le tableau suivant le rapport entre la "couverture" et la circulation en 1913 tel qu'il est donné dans le tableau III, est comparé avec un pourcentage (pour cent) obtenu pour 1919 en multipliant le chiffre représentant la circulation du papier à la dernière date par le quotient du nombre-index des États-Unis divisé par le nombre-index du pays dont il est question. Comme le nombre-index des États-Unis peut être pris comme représentant la puissance d'achat de l'or, c'est là le facteur indispensable pour réduire le papier à son équivalent or, si l'on s'en tient aux grandes lignes, et sous réserve des défauts techniques des divers indices. Ce facteur est, jusqu'à un certain point arbitraire ; en effet si un nombre considérable de pays ramenaient leur circulation monétaire à une base or, le résultat serait, sans aucun doute, de modifier la distribution et, par là, d'accroître la valeur de l'or.

TABLEAU F.

(Chiffres en millions.)

Pays.	Etalon monétaire.	Réserve d'or 1919.	Circulation du papier 1919.	Facteur correctif destiné à réduire le papier à sa valeur d'or équivalente.	Valeur rectifiée de la circulation du papier 1919.	(a) évalué en pourcentage de (b).	(a) évalué en pourcentage de (d).	Pourcentage des Réserves d'or en 1913 par rapport à la circulation en 1913.
		(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)	(g)
France ..	Franc	5,579	37,661	$\frac{238}{425}$	20,903	14.8	26.7	58.1
Italie ..	Lira	1,055	18,814	$\frac{238}{457}$	9,798	5.6	10.8	53.9
Royaume-Uni ..	£	119	449	$\frac{238}{277}$	386	26.5	30.8	99.4

were imported from the United States at very high prices compared with the price level for domestic commodities, and thus affected the total index number. Moreover, the excessive prices paid for American goods tended to restrict purchases and thus to produce a relative scarcity of commodities in the importing country with the same result. But in some cases, the rapid movement of prices was to be anticipated; since in the first nine months of 1919 prices tended to drag behind the inflation of currency, owing to Government controls, which tended to depress the price of raw materials which did, and to increase the price of luxury articles which did not, enter into the composition of the index numbers; to the sale of large stocks of Government munitions and raw materials; to the hoarding of notes; to the alteration of the relative demand for various commodities in consequence of the change from war to peace conditions, which in some cases rendered the weighting of the index numbers incorrect; and, finally, as a result of the force of habit.

Gold Holdings.

In the final column of Table III is given the percentage which the total holdings of gold coin and bullion, in the hands of the Government and central bank, bore to the total circulation of paper money on December 31st, 1913, and December 31st, 1919. It will be noted that these percentages for the later date vary from .1 in the case of Poland to 85.9 in the case of the Argentine, and further that owing to the withdrawal of gold from circulation there has been an almost universal increase in the absolute figures of gold stocks. The percentages, although they do not of course always represent actual "cover," indicate, roughly, the character of the problem with which each country will be faced if an attempt is to be made to get currency back on a gold basis. At the present moment, however, there is in most countries a wide discrepancy between the purchasing power of gold and of paper money, and if it were decided by any country to restore the gold basis of currency *without attempting to raise paper to its gold value*, the effective percentage of cover would, of course, be appreciably increased.

In the following Table the percentage of cover in 1913 as given in Table III is compared with a calculated percentage for 1919 obtained by multiplying the paper circulation at the later date by the quotient of the U.S. index number, divided by the index number of the country under consideration. As the U.S. index number may be taken as representing the purchasing power of gold, this (broadly speaking and subject to the technical imperfections of the various indices) is the factor necessary in order to write down paper to its gold value equivalent. This factor is to some extent arbitrary, since the result of a considerable number of countries returning to a gold basis of currency would no doubt be to modify the distribution and probably increase the value of gold.

TABLE F.

(000,000's omitted.)

Country.	Unit of Currency.	Gold Stock 1919.	Paper Circulation 1919.	Correction factor for reducing paper to its gold value equivalent.	"Corrected" value of paper circulation 1919.	(a) as % of (b).	(a) as % of (d).	Gold Stocks in 1913 as % of circulation in 1913.
		(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)	(g)
France	Franc	5,579	37,661	$\frac{238}{425}$	20,903	14.8	26.7	58.1
Italy	Lira	1,055	18,814	$\frac{238}{457}$	9,798	5.6	10.8	53.9
United Kingdom	£	119	449	$\frac{238}{277}$	386	5.5	30.8	99.4

TABLEAU F—*suite.*

(Chiffres en millions.)

Pays.	Etalon monétaire.	Réserve d'or 1919.	Circulation du papier 1910.	Facteur correctif destiné à réduire le papier à sa valeur d'or équivalente.	Valeur rectifiée de la circulation du papier 1919.	(a) évalué en pourcentage de (b).	(a) évalué en pourcentage de (d).	Pourcentage des Réserves d'or 1913 par rapport à la circulation en 1913.
		(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)	(g)
Suède	Krona	281	748	$\frac{238}{317}$	557	37·6	50·4	43·6
Canada	\$	185	440	$\frac{238}{238}$	440	42·4	42·4	68·5
Japon	Yen	2,001	1,336	$\frac{238}{289}$	1,100	149·8	181·9	88·2
Etats-Unis ..	\$	2,222	4 212	$\frac{238}{238}$	4,212	52·8	52·8	120·7

La colonne (e) indique la valeur de l'encaisse or à la disposition des Gouvernements et des banques centrales, proportionnellement à la circulation réelle du papier à la fin de 1919; la colonne (f) indique le pourcentage de l'or proportionnellement à la circulation du papier réduit à la valeur théorique de l'or. Dans les cas de pays de langue anglaise, il est évident que la demande effective d'or est beaucoup plus grande que ne l'indique le tableau, en raison de l'emploi général des chèques. Pour cette raison, on a inséré ci-joint une dernière colonne donnant les quantités relatives de 1913 à comparer avec celles de la colonne précédente.

Malheureusement les pays dont la couverture or est la plus faible, et dont la moyenne des prix est la plus élevée, ne publient pas de nombres-index, si bien que les résultats de la mesure que nous discutons, ne sont pas entièrement prouvés. Si l'on évalue par exemple, en Allemagne, les prix au 31 décembre dernier à 750% au-dessus des moyennes d'avant-guerre (et le chiffre est sans doute inférieur à la réalité), le pourcentage de la couverture or, à cette date, passerait de 1·8 à 6·2.

Mouvement de l'Or.

Pendant la guerre et depuis, l'or a été régulièrement accumulé par les pays où l'augmentation de la circulation du papier a été la moins importante. On ne peut bien juger de l'ampleur de ce mouvement, d'après le tableau 3 de ce rapport, en raison du fait que des quantités d'or considérables ont été retirées de la circulation, si bien que l'accroissement des réserves d'or dans un pays est plus souvent un indice de la quantité d'or autrefois en circulation, que de la quantité nette d'or importée.

Le tableau suivant donne :—

- a) la quantité d'or disponible (c'est-à-dire les réserves de 1913, plus l'or en circulation en 1913) ;
- b) les réserves effectivement amassées au 31 décembre, 1919.

La différence entre ces deux catégories de chiffres montre la perte nette ou le gain net en or de chaque pays.*

* Les encaisses or de chaque pays ont été estimées en dollars pour permettre la comparaison en admettant que la valeur du dollar soit équivalente à celle de l'or.

TABLE F—continued.

(000,000's omitted.)

Country.	Unit of Currency.	Gold Stock 1919.	Paper Circulation 1919.	Correction factor for reducing paper to its gold value equivalent.	"Corrected" value of paper circulation 1919.	(a) as % of (b).	(a) as % of (d).	Gold Stocks in 1913 as % of circulation in 1913.
		(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)	(g)
Sweden	Krona	281	748	$\frac{238}{317}$	557	37·6	50·4	43·6
Canada	\$	185	440	$\frac{238}{238}$	440	42·4	42·4	68·5
Japan	Yen	2,001	1,336	$\frac{238}{289}$	1,100	149·8	181·9	88·2
U.S.A.	\$	2,222	4,212	$\frac{238}{238}$	4,212	52·8	52·8	120·7

Column (e) above gives the percentage which the stock of gold in the hands of the Governments and central banks was of the actual paper circulation the end of 1919, while column (f) shows the percentage which that gold was of the paper circulation written down to theoretical gold values. In the case of the English-speaking countries of course the effective demand for gold is much greater than the table indicates, owing to the general use of cheques. For this reason a final column is inserted giving the 1913 percentages which should be compared with those in the preceding column.

Unfortunately those countries with the smallest gold cover and the highest price levels publish no index numbers, so that the full effects of such a measure as that under discussion is not demonstrated. If prices in Germany, for instance, on December 31st last are estimated at 750 per cent. above pre-war levels, and the figure is probably rather too low than too high, her percentage of gold cover at that date would be raised from 1·8 to 6·2.

Gold Movements.

During and since the war gold has been steadily accumulated by those countries in which the increase of paper circulation has been least. The extent of this movement cannot be adequately judged from Table III of the Pamphlet owing to the fact that large quantities of gold have been withdrawn from circulation, so that the increase in the gold reserve of any country is often rather a measure of the amount of gold previously in circulation than of its net import of gold.

In the following table are given :—

- (a) The available supply of gold (*i.e.*, the 1913 stocks plus 1913 circulation) and
- (b) The actual stocks held on December 31st, 1919.

The difference between these two sets of figures shows the net loss or gain of gold by each country.*

* Gold holdings of each country have been converted into terms of dollars for purposes of comparison on the assumption that the value of a dollar is equivalent to that of gold.

TABLEAU G.—EN DOLLARS AU PAIR DU CHANGE.

(en millions.)

Pays.	Or dans les banques et en circulation 1913.	Or dans les banques 1919.	Augmentation +	Diminution -
(1) Européens—				
Belgique	68	51·3	—	16·7
France	1,192	1,078	—	— 114
Italie	289	204	—	— 85
Portugal	16·5	10·6	—	— 5·9
Royaume-Uni	764	574	—	— 190
Pays-Bas	71·7	256	+ 184·3	—
Espagne	92·4 ¹	471	+ 378·6	—
Suisse	44	100	+ 56	—
Suède	30·8	75·6	+ 44·8	—
Norvège	17·9	39·2	+ 21·3	—
Danemark	19·6	60·8	+ 41·2	—
Finlande	10·6	8·2	—	— 2·4
Grèce	8	10·7	+ 2·7	—
Roumanie	31·8	1·3	—	— 30·5
Allemagne	836·7	261·4	—	— 575·3
Autriche-Hongrie	295	46·7	—	— 248·3
Bulgarie	10·8 ¹	7·1	—	— 3·7
Total	3,798·8	3,255·9	+ 728·9	— 1,271·8
(2) Autres pays—				
Australie	206	211	+ 5	—
Canada	144 ¹	185	+ 41	—
Indes Anglaises	—	—	+ 190 ³	—
Nouvelle-Zélande	33·5	33·1	—	— 0·4
Afrique du Sud	36 ¹	33·6	—	— 2·4
Etats-Unis	2,930	4,183 ²	+ 1,253	—
Argentine	245	465	+ 220	—
Japon	206	1,029 ²	+ 823	—
Total	3,800·5	6,139·7	+ 2,532	— 2·8
Total général des pays Européens et des pays hors d'Europe	7,599·3	9,395·6	+ 3,260·9	— 1,274·6
Augmentation nette	—	—	+ 1,986·3	—

¹ Ces chiffres ne représentent que l'or dans les banques.

² Ce chiffre comprend en plus de l'or dans les banques l'or en circulation.

³ Augmentation de la réserve et des importations nettes faites pendant la guerre. 30 septembre 1919.

On remarquera que tous les pays neutres d'Europe ont accru leurs réserves totales d'or et que tous les belligérants d'Europe sauf la Grèce les ont vues diminuer. Le gain réalisé par les premiers s'est élevé à 729 millions de dollars, la perte subie par les derniers s'élève à environ 1,272 millions de dollars, ce qui donne pour l'Europe une perte nette dans ces pays d'environ 543 millions de dollars. Toutefois, les chiffres sont jusqu'à un certain point rendus inexacts par le fait que quelque pays, et plus spécialement ceux de l'Europe Centrale, ont mis à la fonte pendant le cours de la guerre des quantités d'or manufacturé qu'on peut regarder comme très considérables, pour les transformer en monnaie. Le gain total en or réalisé par ces pays tel qu'il est donné dans le tableau G s'élève à 1,986 millions de dollars. On conçoit qu'avec la baisse de la valeur de l'or, le pourcentage de la production mondiale destinée aux arts ait augmenté, les États-Unis consommant de la sorte en 1919, plus que leur production totale. En même temps la production annuelle, comme le montre le tableau G, a régulièrement diminué depuis le début de la guerre, la production de 1919 représentant un peu moins de 80 pour cent de celle de 1913.

TABLE G.—IN DOLLARS AT PAR OF EXCHANGE.

(000,000's omitted.)

Country.	Gold in Banks and in Circulation 1913.	Gold in Banks 1919.	Increase. +	Decrease. —
(1) European—				
Belgium	68	51.3	—	— 16.7
France	1,192	1,078	—	— 114
Italy	289	204	—	— 85
Portugal	16.5	10.6	—	— 5.9
United Kingdom	764	574	—	— 190
Holland	71.7	256	+ 184.3	—
Spain	92.4 ¹	471	+ 378.6	—
Switzerland	44	100	+ 56	—
Sweden	30.8	75.6	+ 44.8	—
Norway	17.9	39.2	+ 21.3	—
Denmark	19.6	60.8	+ 41.2	—
Finland	10.6	8.2	—	— 2.4
Greece	8	10.7	+ 2.7	—
Roumania	31.8	1.3	—	— 30.5
Germany	836.7	261.4	—	— 575.3
Austria-Hungary	295	46.7	—	— 248.3
Bulgaria	10.8 ¹	7.1	—	— 3.7
Total	3,798.8	3,255.9	+ 728.9	— 1,271.8
(2) Other Countries—				
Australia	206	211	+ 5	—
Canada	144 ¹	185	+ 41	—
India	—	—	+ 190 ³	—
New Zealand	33.5	33.1	—	— .4
South Africa	36 ¹	33.6	—	— 2.4
U.S.A.	2,930	4,183 ²	+ 1,253	—
Argentina	245	465	+ 220	—
Japan	206	1,029 ²	+ 823	—
Total	3,800.5	6,139.7	+ 2,532	— 2.8
Grand Total of European and other Countries	7,599.3	9,395.6	+ 3,260.9	— 1,274.6
Net increase	—	—	+ 1,986.3	—

¹ Figures include gold in banks only.

² Includes gold in circulation in addition to gold in banks.

³ Increase in reserve and net imports during war. September 30th, 1919.

It will be noted that all the European neutrals have increased, and all the European belligerents except Greece diminished, their total gold holdings. The gain of the former amounted to 729 million dollars, the loss of the latter to about 1,272 million dollars, giving a net European loss for these countries of about 543 million dollars. The figures are, however, to a certain extent falsified by the fact that some countries, more especially those of Central Europe, melted down what is understood to be very considerable quantities of gold plate for currency purposes during the course of the war. The total gain in gold for those countries given in Table G amounts to 1,986 million dollars. It is understood that with the fall in the value of gold the percentage of the world's production devoted to use in the arts has increased, the United States thus consuming in 1919 more than her total production. At the same time the world's annual production has, as Table G shows, steadily decreased since the outbreak of the war, the 1919 production being less than 80 per cent. of that of 1913.

TABLEAU H.—PRODUCTION MONDIALE DE L'OR.
(en millions.)

	Or pur (onces).	\$
1914	21.2	438.4
1915	22.6	467.3
1916	21.9	452.8
1917	20.3	419.8
1918	18.4	380.5
1919	17.7	366
1920 (estimé)	17	351.5
Total	139.1	2,876.3

On a estimé d'autre part que l'accroissement total de la quantité d'or employée pour l'usage monétaire depuis 1913 s'élève approximativement à 2,000 millions de dollars, chiffre qui semble confirmé par l'analyse précédente.

Changes Etrangers.

Le tableau I inclus dans cette étude donne les cours à New York des changes d'un certain nombre de pays, de mars 1919 à la fin de septembre 1920. On a choisi la première date en raison du fait qu'un certain nombre de changes des pays d'Europe sur New York ont été stabilisés arbitrairement pendant la guerre et pendant le premier trimestre de l'année 1919. Dans le tableau suivant on a donné la position de ces changes à la fin de chaque trimestre. Les chiffres sont intervertis dans ce tableau récapitulatif, et expriment le pourcentage, à chaque date indiquée, de la valeur réelle du dollar par rapport à sa valeur au pair. De cette façon, il est possible de noter avec plus de précision les mouvements des changes qui subissent une forte dépréciation.

TABLEAU I.—MOUVEMENTS DE LA VALEUR DU DOLLAR AMÉRICAIN (EN %)
(pair=100.)

	27 mars 1919.	26 juin 1919.	2 octobre 1919.	31 décembre 1919.	30 mars 1920.	30 juin 1920.	30 sept. 1920.
Indes Anglaises ..	90.74	80.60	74.57	70.15	67.23	81.61	102.98
Chili	113.65	96.99	103.05	103.05	97.00	108.47	104.35
Japon	83.78	98.23	98.70	98.96	103.30	96.70	97.93
Argentine	96.56	98.13	99.98	98.13	97.56	101.27	113.55
Suisse	96.86	104.97	107.48	108.25	110.37	106.13	120.43
Canada	102.44	103.00	103.78	108.50	108.62	129.55	110.50
Pays-Bas	100.17	103.90	106.06	107.19	109.00	112.43	129.12
Afrique du Sud ..	105.11	105.11	114.24	128.07	135.56	115.32	141.47
Espagne	95.78	97.82	101.05	99.74	110.29	116.62	132.10
Suède	99.62	105.51	109.61	124.65	124.68	121.26	135.01
Australie	105.11	105.11	114.24	128.75	125.11	122.28	139.44
Nouvelle-Zélande ..	105.11	105.11	114.24	128.75	125.11	122.28	139.44
Royaume-Uni	104.74	105.74	114.85	129.34	125.83	122.94	140.25
Brésil	125.98	117.35	125.36	114.83	122.41	122.41	182.76

TABLE H.—GOLD PRODUCTION OF THE WORLD.

(000,000's omitted.)

	Fine oz.	\$
1914	21.2	438.4
1915	22.6	467.3
1916	21.9	452.8
1917	20.3	419.8
1918	18.4	380.5
1919	17.7	366
1920 (estimate)	17	351.5
Total	139.1	2,876.3

It has been estimated independently that the total increase in gold in use for monetary purposes since 1913 amounts to approximately 2,000 million dollars, a figure which appears to be confirmed by the foregoing analysis.

Foreign Exchanges.

In Table I in the body of the pamphlet are given the New York exchange rates on a number of countries from March, 1919, to the end of September, 1920. The former date was selected on account of the fact that a number of European exchanges on New York were pegged during the war, and during the first quarter of 1919. In the following Table the position at the end of each quarter is given. The figures are inverted in this summary Table and express the percentage which the actual cost of the dollar at each date was of its cost at par. By this means it is possible to note more accurately the movements of those exchanges which are at a heavy discount.

TABLE I.—PERCENTAGE CHANGES IN COST OF U.S. DOLLARS.

(Par = 100.)

	March 27th, 1919.	June 26th, 1919.	October 2nd, 1919.	December 31, 1919.	March 30th, 1920.	June 30th, 1920.	Sept. 30th, 1920.
India	90.74	80.60	74.57	70.15	67.23	81.61	102.98
Chili	113.65	96.99	103.05	103.05	97.00	108.47	104.35
Japan	83.78	98.23	98.70	98.96	103.30	96.70	97.93
Argentine	96.56	98.13	99.98	98.13	97.56	101.27	113.55
Switzerland	96.86	104.97	107.48	108.25	110.37	106.13	120.43
Canada	102.44	103.00	103.78	108.50	108.62	129.55	110.50
Holland	100.17	103.90	106.06	107.19	109.00	112.43	129.12
South Africa	105.11	105.11	114.24	128.07	135.56	115.32	141.47
Spain	95.78	97.82	101.05	99.74	110.29	116.62	132.10
Sweden	99.62	105.51	109.61	124.65	124.68	121.26	135.01
Australia	105.11	105.11	114.24	128.75	125.11	122.28	139.44
New Zealand	105.11	105.11	114.24	128.75	125.11	122.28	139.44
United Kingdom	104.74	105.74	114.85	129.34	125.83	122.94	140.25
Brazil	125.98	117.35	125.36	114.83	122.41	136.01	182.76

TABLE I.—MOUVEMENTS DE LA VALEUR DU DOLLAR AMÉRICAIN (EN %) — Suite.

(pair=100.)

	27 mars 1919.	26 juin 1919.	2 octobre 1919.	31 décembre 1919.	30 mars 1920.	30 juin 1920.	30 sept. | 1920.
Grèce	100·26	100·52	113·53	126·31	174·19	150·19	186·43
Norvège	103·68	108·50	115·27	131·37	138·14	163·91	185·47
Danemark	103·33	114·78	124·65	138·86	144·87	163·92	187·41
Belgique	118·09	128·32	162·08	208·97	268·79	220·94	275·54
France.. .. .	115·39	124·84	163·63	209·55	286·73	232·32	290·45
Italie	152·44	154·66	189·10	255·86	396·33	323·20	464·45
Etat Serbe - Croate- Slovène (Dinar de Belgrade)	—	—	249·03	402·08	559·42	324·36	564·30
Finlande	—	186·29	360·76	593·85	341·59	445·73	622·44
Roumanie	—	180·54	308·80	603·13	1,071·22	824·79	964·78
Tchéco-Slovaquie ..	—	314·11	488·19	1,013·00	1,350·67	847·70	1,500·98
Allemagne	261·29	301·65	512·47	1,156·80	1,666·43	902·65	1,508·37
Etat Serbe - Croate- Slovène (Couronne de Yougo-Slavie)	—	465·75	900·44	1,841·82	2,894·28	1,397·24	2,356·21
Autriche	553·55	485·85	1,113·19	2,328·74	4,134·69	2,775·34	4,605·32
Hongrie	—	—	—	—	—	3,069·70	5,959·83
Pologne	—	381·28	652·88	1,985·83	3,666·15	3,094·81	5,812·74

On remarquera que les changes européens se répartissent approximativement en trois groupes :—

- 1) Les neutres, le Royaume-Uni et la Grèce.
- 2) La France, la Belgique et l'Italie.
- 3) Les Puissances Centrales et de l'est de l'Europe.

On observera également que dans le cas de la plupart de ces circulations monétaires (exception faite du mark finlandais), on constate une baisse régulière et ininterrompue pendant les 13 mois qui vont jusqu'au 29 avril 1920, date à laquelle on constate une réaction générale. On pouvait d'ailleurs prévoir cette baisse puisque l'effet de la stabilisation arbitraire du taux des changes et les divers obstacles venant contrarier les effets naturels de l'offre et de la demande devaient rendre la puissance d'achat de ces circulations monétaires à l'étranger beaucoup plus grande que leur puissance d'achat à l'intérieur. C'est pourquoi les achats considérables qui furent effectués aux Etats-Unis firent tout naturellement baisser la valeur des circulations monétaires des pays acheteurs.

La position des changes à ce point de vue est clairement indiquée dans le tableau V inclus dans cette étude, où la puissance intérieure d'achat des circulations monétaires des pays publiant une table de nombres index de prix est comparée avec leur pouvoir d'achat aux Etats-Unis. On remarquera que, dans la majorité des cas, un équilibre entre le pouvoir d'achat intérieur et le pouvoir d'achat extérieur fut atteint vers le commencement de l'automne de 1919.

On aurait pu s'attendre à ce que la baisse des changes ait été arrêtée à ce moment, et le fait qu'il n'en a pas été ainsi a trouvé peut être en partie son explication dans les influences temporaires de la spéculation, en partie dans les différences existant entre les taux d'escompte de New York et celui des capitales européennes, en partie enfin dans la rareté des marchandises dont l'Europe pouvait disposer pour les vendre aux Etats-Unis. Il est évident que les changes de deux pays ne peuvent être maintenus au point où les prix demeurent au même niveau dans deux pays que s'ils ont tous deux des marchandises échangeables. Sinon, on ne peut prévoir de limite à la dépréciation possible d'une monnaie soumise à l'inflation.

TABLE I.—PERCENTAGE CHANGES IN COST OF U.S. DOLLARS—*continued.*

(Par=100.)

	March 27th, 1919.	June 26th, 1919.	October 2nd, 1919.	December 31, 1919.	March 30th, 1920.	June 30th, 1920.	Sept. 30th, 1920.
Greece	100.26	100.52	113.53	126.31	174.19	150.19	186.43
Norway	103.68	108.50	115.27	131.37	138.14	163.91	185.47
Denmark	103.33	114.78	124.65	138.86	144.87	163.92	187.41
Belgium	118.09	128.32	162.08	208.97	268.79	220.94	275.54
France	115.39	124.84	163.63	209.55	286.73	232.32	290.45
Italy	152.44	154.66	189.10	255.86	396.32	323.20	464.45
Serb - Croat-Slovene (Belgrade dinar)	—	—	249.03	402.08	559.42	324.36	564.30
Finland	—	186.29	360.75	593.85	341.59	445.73	622.44
Roumania	—	180.54	308.80	603.13	1,071.22	824.79	964.78
Czecho-Slovakia ..	—	314.11	488.19	1,013.00	1,350.67	847.70	1,500.98
Germany	261.29	301.65	512.47	1,156.80	1,666.43	902.65	1,508.37
Serb - Croat-Slovene (Yugo-Slav Krone)	—	465.75	900.44	1,841.82	2,894.28	1,397.24	2,356.21
Austria	553.55	485.85	1,113.19	2,328.74	4,134.69	2,775.34	4,605.32
Hungary	—	—	—	—	—	3,069.70	5,959.83
Poland	—	381.28	652.88	1,985.83	3,666.15	3,094.81	5,812.74

It will be noted that the European exchanges fall roughly into three groups :—

- (1) The neutrals, the United Kingdom and Greece.
- (2) France, Belgium and Italy.
- (3) The Central and East European countries.

It will also be observed that in the case of almost all these currencies (the Finnish Mark is an exception), there is a steady and uninterrupted fall for the 13 months ending 29th April, 1920, about which date a general reaction set in. This fall was, of course, to be anticipated, as the effects of the pegging of exchanges and the various obstructions to the natural consequences of supply and demand were to make the external purchasing power of these currencies very much greater than the internal. The heavy purchases which were, therefore, effected in the United States, naturally drove down the value of the currencies of the purchasing countries.

The position in this connection is clearly indicated in Table V in the body of the pamphlet, in which the domestic purchasing power of the currencies of those countries publishing index numbers is compared with their purchasing power in the United States. It will be noted that in the majority of cases an equation between internal and external purchasing power was obtained by about the beginning of the autumn of 1919.

It might have been expected that the fall of exchanges would have been arrested at this point, and the fact that this was not the case may perhaps be in part explained by the temporary influences of speculation, in part by the differences in the rates of discount in New York and in the European capitals, and in part by the scarcity of goods in Europe suitable for sale in America. It is, in fact, clear that exchanges can only be maintained at the point at which the indices of prices in any two countries equate when both countries under consideration have exchangeable goods. When this is not the case there is no apparent limit to the possible depreciation of an inflated currency.

Le tableau J qui suit montre les mouvements trimestriels des pourcentages depuis mars 1919, comparés avec les changements qui se seraient produits, si, après le mois de mars, 1919, les changes avaient immédiatement atteint des cours correspondant au niveau correspondant à l'intérieur des différents pays. La valeur réelle du dollar dans les diverses circulations monétaires à l'intérieur des Etats, à la fin de mars 1919, est prise pour base. Les mouvements trimestriels de sa valeur réelle, d'une part, et de l'autre, les mouvements trimestriels requis pour amener les changes au niveau des prix à l'intérieur des différents pays, et s'y étant maintenus, sont évalués dans le tableau suivant en pourcentage de cette valeur réelle du dollar.

TABLEAU J.

Date.	France.		Italie.		Royaume Uni.		Suède.		Canada.		Japon.	
	Pourcentage des mouvements du prix du dollar.											
	Réel.	Supposé.	Réel.	Supposé.	Réel.	Supposé.	Réel.	Supposé.	Réel.	Supposé.	Réel.	Supposé.
1919.												
31 mars	100	—	100	—	100	—	100	—	100	—	100	—
30 juin	109	139	102	114	100	107	106	157	106	100	117	131
30 septembre	143	142	124	111	108	108	110	144	40	99	118	139
31 décembre	183	156	168	127	122	110	125	133	106	98	118	144
1920.												
31 mars	250	191	261	161	119	115	125	140	107	100	123	151
30 juin	202	184	212	160	116	106	121	136	109	94	115	110
30 septembre	252	190	305	179	132	114	135	150	108	98	117	114

Dépôts.

Le tableau IV inclus dans cette étude montre les dépôts des banques centrales et les dépôts des autres banques à la fin de 1913 et à la fin de 1919. Mais, si l'on veut faire une comparaison exacte, il convient d'adopter pour ces chiffres une base uniforme des prix. Si les chiffres de 1913 sont augmentés par rapport aux nombres index à la fin de 1919, on trouvera que malgré l'accroissement considérable des dépôts des banques centrales, constaté partout sauf en Suède, les dépôts effectués dans les autres banques ont été loin de subir un accroissement proportionnel, et dans la plupart des cas sont même inférieurs aux chiffres "rectifiés" de 1913. Dans la mesure où ces derniers dépôts sont composés de dépôts d'épargne, on pouvait prévoir une baisse dans les valeurs réelles, puisqu'une hausse du niveau général des prix produit le même effet sur l'épargne que sur les valeurs reconnues comme de tout repos. Mais dans la mesure où les dépôts représentent des avances consenties par les banques ou le capital flottant d'entreprises industrielles, il serait impossible de prévoir une baisse à moins qu'il n'y ait une réduction effective dans le revenu total de la nation.

Dans le cas de la Suède et de la Suisse, il est possible de classer, sous ces catégories, les chiffres des dépôts dans les banques autres que les Banques centrales. Cette classification semble confirmer l'assertion que, si les comptes-courants ont augmenté à peu près dans les mêmes proportions que les prix, les dépôts d'épargne (comptes dépôts et d'épargne) ont augmenté dans des proportions très inférieures et leur valeur a subi une forte diminution. Ainsi les "giro-dépôts" en Suède à la fin de 1919 représentaient 184 pour cent des dépôts "rectifiés" et 585 pour cent des chiffres non rectifiés de 1913, tandis que les dépôts d'épargne (comptes dépôts et d'épargne) ne représentaient que 78 pour cent des dépôts "rectifiés" et 247 pour cent des chiffres non rectifiés de 1913. De même, en Suisse, pays pour lequel il n'existe pas de nombre-index, les comptes-courant à la fin de 1919 représentaient 231 pour cent et les dépôts d'épargne (comptes dépôts et d'épargne) seulement 130 pour cent des chiffres de 1913.

In Table J below the actual quarterly percentage movements since March, 1919, are compared with the changes that would have occurred if after March 1919, the exchanges had immediately adjusted themselves to the relative levels of internal prices in various countries. The actual cost of the dollar in the various domestic currencies at the end of March, 1919, is taken as the base and the quarterly movements in actual cost on the one hand and on the other the quarterly movements which would have been required to adjust the exchanges to the relative levels of internal prices are shown as percentages thereof.

TABLE J.

Date.	France.		Italy.		U. K.		Sweden.		Canada.		Japan.	
	Percentage change in Cost of Dollar.											
	Actual.	Required.	Actual.	Required.	Actual.	Required.	Actual.	Required.	Actual.	Required.	Actual.	Required.
1919.												
March 31st	100	—	100	—	100	—	100	—	100	—	100	—
June 30th	109	139	102	114	100	107	106	157	101	100	117	131
September 30th	143	142	124	111	108	108	110	144	102	99	118	139
December 31st	183	156	168	127	122	110	125	133	106	98	118	144
1920.												
March 31st	250	191	261	161	119	115	125	140	107	100	123	151
June 30th	202	184	212	160	116	106	121	136	109	94	115	110
September 30th	252	190	305	179	132	114	135	150	108	98	117	114

Deposits.

In Table IV in the body of the pamphlet are given the deposits of the Central Banks and the deposits of other banks at the end of 1913 and 1919. But, for a true comparison these figures need to be placed upon a uniform price basis. If, therefore, the 1913 figures be raised by the index number of prices at the end of 1919, it will be found that although the deposits of the Central Banks have, except in the case of Sweden, very considerably increased, the deposits in other banks have not by any means increased in proportion, and, indeed, in the majority of cases are actually less than the "corrected" figure for 1913. In so far as these latter deposits are of the nature of savings deposits, a fall in real values might well have been anticipated, as a rise in the general level of prices has the same effect on such savings as it has on the market value of gilt-edged securities. But in so far as deposits represent advances by banks or the floating capital of industrial firms, a fall would not be anticipated unless there was an actual reduction in total national income.

In the case of Sweden and Switzerland it is possible to analyse the figures of deposits in banks other than the Central Banks under these categories, and this analysis appears to confirm the view that while current accounts have increased approximately in proportion to prices, savings deposits (comptes dépôts et d'épargne) have increased by a very much lower figure and show a heavy loss in real values. Thus the giro deposits in Sweden at the end of 1919 were 184 per cent. of the "corrected" and 585 per cent. of the uncorrected 1913 figures, whereas the savings deposits (comptes dépôts et d'épargne) were only 78 per cent. of the "corrected" and 247 per cent. of the uncorrected 1913 figures. Similarly in Switzerland, for which there is no index number, the current accounts at the end of 1919 were 231 per cent. and the savings deposits (comptes dépôts et d'épargne) only 130 per cent. of the amounts in 1913.

TABLEAU K.
(en millions.)

Pays.	Etalon monétaire.	Dépôts à la Banque Centrale 1913.	Dépôts rectifiés 1913.	Dépôts à la Banque Centrale 1920.	Colonne (d) évaluée en % de la colonne (c)	Dépôts effectués dans des banques autres que des banques d'Etat 1920.	Dépôts rectifiés 1913.	Dépôts effectués dans des banques autres que des banques d'Etat 1913.	(h) évaluée en % de la colonne (g).
	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(h)	(g)	(f)	(i)
France	Franc	573	2.435	3.364	138	5.978	25.406	15.966	63
Italie	Lira	87	398	726	182	700	3.199	2.561	80
Grande Bretagne	£	71	198	200	101	1.071	2.966	2.399	81
Suède	Krona	108	342	278	81	1.692	5.364	5.086	95
Etats-Unis d'Amérique	\$	—	—	—	—	13.760	32.749	28.289	86
Japon.. ..	Yen	118	314 ¹	1.142 ¹	364	2.111	5.615 ¹	7.929	141
Australie	£	—	—	—	—	164	354	247	70
Canada	\$	—	—	—	—	1.019	2.435	1.841	76

¹ 31 octobre 1919.

TABLE K.
(000,000's omitted.)

Country.	Unit of Currency.	1913 Deposits at Central Bank.	1913 Deposits "Corrected."	1920 Deposits at Central Bank.	(d) as % of (c).	1913 Deposits in other than State Banks.	1913 Deposits "Corrected."	1920 Deposits in other than State Banks.	(h) as % of (g).
(a)		(b)	(c)	(d)	(e)	(f)	(g)	(h)	(i)
France	franc	573	2,435	3,364	138	5,978	25,406	15,966	63
Italy	lira	87	398	726	182	700	3,199	2,561	80
United Kingdom	£	71	198	200	101	1,071	2,966	2,399	81
Sweden	krona	108	342	278	81	1,692	5,364	5,086	95
U.S.A.	\$	—	—	—	—	13,760	32,749	28,289	86
Japan	yen	118	314 ¹	1,142 ¹	364	2,111	5,615 ¹	7,929	141
Australia	£	—	—	—	—	164	354	247	70
Canada	\$	—	—	—	—	1,019	2,435	1,841	76

¹ October 31, 1919.

TABLE I.

Rates of Exchange.

NEW YORK SELLING RATES—CABLES ON

TABLEAU I.

Cours du change.

A NEW YORK CABLE SUR

Date	Belgium Belgique		France		Italy Italie		Portugal*	
	5.18½ fr. = 1 \$. 19.30 cents = 1 fr.	Premium + or Discount —, Prime + ou Perte —.	5.18½ fr. = 1 \$. 19.30 cents = 1 fr.	Premium + or Discount —, Prime + ou Perte —.	5.18½ lire = 1 \$. 19.30 cents = 1 lire.	Premium + or Discount —, Prime + ou Perte —.	.926 milreis = 1 \$. 1.08 \$ = 1 milreis.	Premium + or Discount —, Prime + ou Perte —.
	francs	%	francs	%	lire	%	milreis	%
1919.								
March 27th .. 27 Mars ..	6.12	— 15.32	5.98	— 13.34	7.90	— 34.40	1.518	— 39.00
May 1st .. 1 Mai ..	6.36	— 18.51	6.075	— 14.70	7.51	— 30.99	1.595	— 41.94
May 29th .. 29 Mai ..	6.50	— 20.27	6.475	— 19.96	8.45	— 38.67	1.735	— 46.63
June 26th .. 26 Juin ..	6.65	— 22.07	6.47	— 19.90	8.015	— 35.34	1.725	— 46.32
July 31st .. 31 Juillet ..	7.48	— 30.72	7.27	— 28.71	8.60	— 39.74	1.930	— 52.02
Aug. 28th .. 28 Août ..	8.36	— 38.01	8.07	— 35.78	9.64	— 46.24	2.203	— 57.97
Oct. 2nd .. 2 Octobre ..	8.40	— 38.30	8.48	— 38.89	9.80	— 47.12	2.185	— 57.62
Oct. 30th .. 30 Octobre ..	8.49	— 38.96	8.88	— 41.64	10.80	— 52.01	2.185	— 57.62
Nov. 29th .. 29 Novembre ..	9.35	— 44.57	9.77	— 46.95	12.13	— 57.28	2.680	— 65.45
Dec. 31st .. 31 Décembre ..	10.83	— 52.15	10.86	— 52.28	13.26	— 60.92	3.300	— 71.94
1920.								
Jan. 30th .. 30 Janvier ..	13.65	— 62.03	13.18	— 60.68	15.48	— 66.52	3.960	— 76.62
Feb. 26th .. 26 Février ..	13.75	— 62.31	14.31	— 63.79	18.42	— 71.86	4.085	— 77.34
March 30th .. 30 Mars ..	13.93	— 62.80	14.86	— 65.12	20.54	— 74.77	3.525	— 73.74
April 29th .. 29 Avril ..	15.40	— 66.35	16.55	— 68.69	21.95	— 76.39	3.597	— 74.25
May 27th .. 27 Mai ..	12.40	— 58.21	12.80	— 59.51	16.90	— 69.33	6.017	— 84.62
June 30th .. 30 Juin ..	11.45	— 54.74	12.04	— 56.96	16.75	— 69.06	5.800	— 84.03
July 29th .. 29 juillet ..	12.25	— 57.69	13.04	— 60.26	18.80	— 72.43	5.150	— 82.02
Sept. 2nd .. 2 Sept. ..	13.52	— 61.67	14.39	— 63.99	21.45	— 75.84	5.540	— 83.29
Sept. 30th .. 30 Sept. ..	14.28	— 63.71	15.05	— 65.57	24.07	— 78.47	6.300	— 85.30

* Lisbon on.

* A Lisbonne.

TABLE I.—*continued.*

Rates of Exchange.

NEW YORK SELLING RATES—CABLES ON

TABLEAU I.—*suite.*

Cours du change.

A NEW YORK CABLE SUR

Date	United Kingdom Royaume-Uni		Australia Australie		Canada		India* Indes	
	49.315 d. = 1 \$. 4.8666 \$ = £1.	Premium + or Discount —. Prime + ou Perte —.	49.315 d. = 1 \$. 4.8666 \$ = £1.	Premium + or Discount —. Prime + ou Perte —.	100 Canadian \$ = 100 U.S. \$.	Premium + or Discount —. Prime + ou Perte —.	3.08 rupees = 1 \$. 32.44 \$ = 100 rupees.	Premium + or Discount —. Prime + ou Perte —.
	\$	%	\$	%	U.S. \$	%	\$	%
1919.								
March 27th .. 27 Mars ..	4.6025	— 5.43	4.63	— 4.95	97.62	— 2.38	35.73	+ 10.14
May 1st .. 1 Mai ..	4.6775	— 3.89	4.70	— 3.41	97.38	— 2.62	35.50	+ 9.43
May 29th .. 29 Mai ..	4.6450	— 4.55	4.67	— 4.08	97.35	— 2.65	40.25	+ 24.07
June 26th .. 26 Juin ..	4.6025	— 5.43	4.63	— 4.95	97.09	— 2.91	40.25	+ 24.07
July 31st .. 31 Juillet ..	4.3625	— 10.36	4.38	— 9.91	95.81	— 4.19	40.25	+ 24.07
Aug. 28th .. 28 Août ..	4.2200	— 13.29	4.24	— 12.85	96.27	— 3.73	41.25	+ 27.16
Oct. 2nd .. 2 Octobre ..	4.2375	— 12.93	4.26	— 12.49	96.36	— 3.64	43.50	+ 34.09
Oct. 30th .. 30 Octobre ..	4.1675	— 14.37	4.19	— 13.94	96.39	— 3.61	43.75	+ 34.86
Nov. 29th .. 29 Novembre ..	4.0150	— 17.55	4.04	— 17.09	95.47	— 4.53	44.75	+ 37.95
Dec. 31st .. 31 Décembre ..	3.7625	— 22.69	3.78	— 22.30	92.17	— 7.83	46.25	+ 42.57
1920.								
Jan. 30th .. 30 Janvier ..	3.5300	— 27.47	3.55	— 27.10	89.29	— 10.71	42.00	+ 29.47
Feb. 26th .. 26 Février ..	3.3750	— 30.65	3.39	— 30.30	86.67	— 13.33	48.00	+ 47.96
March 30th .. 30 Mars ..	3.8675	— 20.53	3.89	— 20.13	92.06	— 7.94	48.25	+ 48.74
April 29th .. 29 Avril ..	3.8500	— 20.89	3.87	— 20.49	91.53	— 8.47	46.75	+ 44.14
May 27th .. 27 Mai ..	3.9200	— 19.45	3.94	— 19.05	88.89	— 11.11	41.50	+ 27.93
June 30th .. 30 Juin ..	3.9585	— 18.66	3.98	— 18.22	77.19	— 22.81	39.75	+ 22.53
July 29th .. 29 Juillet ..	3.7350	— 23.25	3.92	— 22.94	89.38	— 10.62	37.50	+ 15.60
Sept. 2nd .. 2 Sept. ..	3.5700	— 26.64	3.62	— 25.62	95.86	— 4.14	34.50	+ 6.35
Sept. 30th .. 30 Sept. ..	3.4700	— 28.69	3.49	— 28.29	90.50	— 9.50	31.50	— 2.90

* On February 2nd, 1920, new parity established at R. 1 = 48.6 cents.

* Le 2 Février, 1920, la nouvelle parité a été fixée à Roupie 1 = 48.6 cents

TABLE I.—*continued.*

Rates of Exchange.

NEW YORK SELLING RATES—CABLES ON

TABLEAU I.—*suite.*

Cours du change.

A NEW YORK CABLE SUR

Date	New Zealand Nouvelle-Zélande		South Africa Afrique du Sud		Holland Pays-Bas		Spain Espagne	
	49.315d. = 1 \$. 4.8666 \$ = £1.	Premium + or Discount —. Prime + ou Perte —.	49.315d. = 1 \$. 4.8666 \$ = £1.	Premium + or Discount —. Prime + ou Perte —.	2.48 gulden = 1 \$. 40.195 cents = 1 gulden.	Premium + or Discount —. Prime + ou Perte —.	5.18½ pesetas = 1 \$. 19.30 cents = 1 peseta.	Premium + or Discount —. Prime + ou Perte —.
	\$	%	\$	%	cents	%	cents	%
1919.								
March 27th .. 27 Mars ..	4.63	— 4.95	4.63	— 4.86	40.125	— .18	20.15	+ 4.40
May 1st .. 1 Mai ..	4.70	— 3.41	4.70	— .42	40.870	+ 1.68	20.22	+ 4.77
May 29th .. 29 Mai ..	4.67	— 4.08	4.67	— 4.04	39.125	— 2.66	20.00	+ 3.63
June 26th .. 26 Juin ..	4.63	— 4.95	4.63	— 4.86	38.687	— 3.75	19.73	+ 2.23
July 31st .. 31 Juillet ..	4.38	— 9.91	4.38	— 10.00	37.500	— 6.71	19.10	— 1.04
Aug. 28th .. 28 Août ..	4.24	— 12.85	4.24	— 12.88	37.200	— 7.45	19.05	— 1.30
Oct. 2nd .. 2 Octobre ..	4.26	— 12.49	4.26	— 12.46	37.900	— 5.71	19.10	— 1.04
Oct. 30th .. 30 Octobre ..	4.19	— 13.94	4.19	— 13.90	37.700	— 6.21	19.25	— .26
Nov. 29th .. 29 Novembre ..	4.04	— 17.09	4.04	— 16.99	37.875	— 5.77	19.75	+ 2.33
Dec. 31st .. 31 Décembre ..	3.78	— 22.30	3.80	— 21.92	37.500	— 6.70	19.35	+ .26
1920.								
Jan. 30th .. 30 Janvier ..	3.55	— 27.10	3.57	— 26.62	38.375	— 4.53	18.40	— 4.66
Feb. 26th .. 26 Février ..	3.39	— 30.30	3.59	— 26.23	36.750	— 8.57	17.45	— 9.59
March 30th .. 30 Mars ..	3.89	— 20.13	3.59	— 26.23	36.875	— 8.26	17.50	— 9.33
April 29th .. 29 Avril ..	3.87	— 20.49	3.59	— 26.23	36.500	— 9.19	17.15	— 11.14
May 27th .. 27 Mai ..	3.94	— 19.05	4.23	— 13.08	36.500	— 9.19	16.65	— 13.73
June 30th .. 30 Juin ..	3.98	— 18.22	4.22	— 13.29	35.750	— 11.06	16.55	— 14.25
July 29th .. 29 Juillet ..	3.75	— 22.94	3.75	— 22.94	34.500	— 14.17	15.40	— 20.21
Sept. 2nd .. 2 Sept. ..	3.62	— 25.62	3.61	— 25.82	31.950	— 20.51	14.95	— 22.54
Sept. 30th .. 30 Sept. ..	3.49	— 28.29	3.44	— 29.31	31.13	— 22.55	14.61	— 24.30

TABLE I.—*continued.*

Rates of Exchange.

NEW YORK SELLING RATES—CABLES ON

TABLEAU I.—*suite.*

Cours du change.

A NEW YORK CÂBLE SUR

Date	Switzerland Suisse		Sweden Suède		Norway Norvège		Denmark Danemark	
	5.18½ fr. = 1 \$. 19.30 cents = 1 fr.	Premium + or Discount —. Prime + ou Perte —.	3.73 kroner = 1 \$. 26.8c cents = 1 krona.	Premium + or Discount —. Prime + ou Perte —.	3.73 kroner = 1 \$. 26.80 cents = 1 kronc.	Premium + or Discount —. Prime + ou Perte —.	3.73 kroner = 1 \$. 26.80 cents = 1 krona.	Premium + or Discount —. Prime + ou Perte —.
	francs	%	cents	%	cents	%	cents	%
1919.								
March 27th .. 27 Mars ..	5.02	+ 3.24	26.90	+ .37	25.85	— 3.54	25.40	— 5.22
May 1st .. 1 Mai ..	4.96	+ 4.59	25.30	— 4.85	25.70	— 4.10	24.85	— 7.28
May 29th .. 29 Mai ..	5.17	+ .34	25.35	— 5.41	25.05	— 6.53	23.50	— 12.31
June 26th .. 26 Juin ..	5.44	— 4.73	25.40	— 5.22	24.70	— 7.84	23.35	— 12.87
July 31st .. 31 Juillet ..	5.58	— 7.12	24.70	— 7.84	23.65	— 11.75	22.15	— 17.35
Aug. 28th .. 28 Août ..	5.68	— 8.76	24.35	— 9.14	22.95	— 14.37	21.65	— 19.22
Oct. 2nd .. 2 Octobre ..	5.57	— 6.96	24.45	— 8.77	23.25	— 13.25	21.50	— 19.78
Oct. 30th .. 30 Octobre ..	5.60	— 7.46	23.75	— 11.38	22.55	— 15.86	21.10	— 21.27
Nov. 27th .. 27 Novembre ..	5.48	— 5.43	22.75	— 15.11	21.80	— 18.66	20.40	— 23.88
Dec. 31st .. 31 Décembre ..	5.61	— 7.62	21.50	— 19.78	20.40	— 23.88	19.30	— 27.99
1920.								
Jan. 30th .. 30 Janvier ..	5.60	— 7.46	19.70	— 26.50	17.70	— 33.96	16.30	— 39.18
Feb. 26th .. 26 Février ..	6.19	— 16.28	18.60	— 30.60	17.20	— 35.82	14.90	— 44.41
March 30th .. 30 Mars ..	5.72	— 9.40	21.50	— 19.78	19.40	— 27.61	18.50	— 30.97
April 29th .. 29 Avril ..	5.60	— 7.46	21.40	— 20.15	19.40	— 27.61	17.20	— 35.82
May 27th .. 27 Mai ..	5.59	— 7.29	21.40	— 20.15	18.30	— 31.72	16.60	— 38.06
June 30th .. 30 Juin ..	5.50	— 5.77	22.10	— 17.54	16.35	— 38.99	16.35	— 38.99
July 29th .. 29 Juillet ..	5.85	— 11.41	21.25	— 20.71	15.95	— 40.49	15.90	— 40.67
Sept. 2nd .. 2 Sept. ..	6.08	— 14.76	20.20	— 24.63	14.25	— 46.83	14.37	— 46.38
Sept. 30th .. 30 Sept. ..	6.24	— 16.95	19.85	— 25.93	14.45	— 46.08	14.30	— 46.64

TABLE I.—*continued.*

Rates of Exchange.

NEW YORK SELLING RATES—CABLES ON

TABLEAU I.—*suite.*

Cours du change.

A NEW YORK CABLE SUR

Date	Finland Finlande		Czecho-Slovakia Tcheco-Slovaquie		Greece Grèce		Poland Pologne	
	5.18½ F. mark = 1 \$. 19.30 cents = 1 F. mark.	Premium + or Discount —. Prime + ou Perte —.	4.935 kr. = 1 \$. 20.26 cents = 1 kronc.	Premium + or Discount —. Prime + ou Perte —.	5.18½ drachmæ = 1 \$. 19.30 cents = 1 drachma.	Premium + or Discount —. Prime + ou Perte —.	4.196 mark = 1 \$. 23.83 cents = 1 mark.	Premium + or Discount —. Prime + ou Perte —.
	cents	%	cents	%	cents	%	cents	%
1919.								
March 27th .. 27 Mars ..					19.25	— .26		
May 1st .. 1 Mai ..					19.20	— .52		
May 29th .. 29 Mai ..	10.20	— 47.13	6.06	— 70.09	19.20	— .52	8.00	— 66.43
June 26th .. 26 Juin ..	10.36	— 46.31	6.45	— 68.16	19.20	— .52	6.25	— 73.77
July 31st .. 31 Juillet ..	7.70	— 60.10	5.70	— 71.87	19.15	— .78	7.00	— 70.63
Aug. 28th .. 28 Aout ..	7.10	— 63.21	4.30	— 78.78	18.00	— 6.74	5.00	— 79.02
Oct. 2nd .. 2 Octobre ..	5.35	— 72.28	4.15	— 79.52	17.00	— 11.99	3.65	— 84.68
Oct. 30th .. 30 Octobre ..	4.65	— 75.91	2.85	— 85.93	18.10	— 6.22	2.65	— 88.88
Nov. 29th .. 29 Novembre ..	3.50	— 81.86	2.05	— 89.88	17.48	— 9.43	1.80	— 92.45
Dec. 31st .. 31 Décembre ..	3.25	— 83.15	2.00	— 90.13	15.28	— 20.83	1.20	— 94.96
1920.								
Jan. 30th .. 30 Janvier ..	4.00	— 79.27	1.40	— 93.09	13.50	— 30.05	.95	— 96.01
Feb. 26th .. 26 Février ..	4.58	— 76.27	1.20	— 94.08	10.90	— 43.52	.66	— 97.23
March 30th .. 30 Mars ..	5.65	— 70.73	1.50	— 92.60	11.08	— 42.59	.65	— 97.27
April 29th .. 29 Avril ..	5.70	— 70.47	1.78	— 91.21	11.25	— 41.71	.59	— 97.52
May 27th .. 27 Mai ..	5.50	— 71.50	3.25	— 83.96	11.55	— 40.16	.57	— 97.61
June 30th .. 30 Juin ..	4.99	— 74.15	2.55	— 87.41	12.85	— 33.42	.77	— 96.77
July 29th .. 29 Juillet ..	4.55	— 76.42	2.30	— 88.65	12.25	— 36.53	.50	— 97.90
Sept. 2nd .. 2 Sept. ..	3.10	— 83.94	1.72	— 91.51	10.80	— 44.04	.50	— 97.90
Sept. 30 .. 30 Sept. ..	3.10	— 83.94	1.35	— 93.33	10.35	— 46.37	.41	— 98.28

TABLE I.—*continued.*

Rates of Exchange.

NEW YORK SELLING RATES—CABLES ON

TABLEAU I.—*suite.*

Cours du change.

A NEW YORK CÂBLE SUR

Date	Serb-Croat-Slovene State Etat Serbe-Croate-Slovène				Roumania Roumanie		Germany Allemagne	
	4.935 kronen = 1 \$. 20.26 cents = 1 krone	Premium + or Discount —. Prime + ou Perte —.	5.18½ dinar = 1 \$ 19.30 cents = 1 dinar.	Premium + or Discount —. Prime + ou Perte —.	5.18½ lei = 1 \$. 19.30 cents = 1 leu.	Premium + or Discount —. Prime + ou Perte —.	4.196 mark = 1 \$. 23.83 cents = 1 mark.	Premium + or Discount —. Prime + ou Perte —.
	cents	%	cents.	%	cents	%	cents	%
1919.								
March 27th ..							9.12	— 61.69
27 Mars.. ..								
May 1st ..							8.97	— 62.32
1 Mai								
May 29th ..	4.35	— 78.54			10.69	— 44.58	7.91	— 66.80
29 Mai								
June 26th ..	4.35	— 78.54			10.69	— 44.58	7.90	— 66.83
26 Juin								
July 31st ..	3.70	— 81.74	12.25	— 36.53	7.70	— 60.10	6.25	— 73.77
31 Juillet ..								
Aug. 28th ..	2.85	— 85.93	10.50	— 45.60	5.40	— 72.02	5.10	— 78.60
28 Août								
Oct. 2nd ..	2.25	— 88.89	7.75	— 59.84	6.25	— 67.62	4.65	— 80.49
2 Octobre ..								
Oct. 30th ..	1.85	— 90.87	6.25	— 67.62	4.55	— 76.42	3.30	— 86.15
30 Octobre ..								
Nov. 29th ..	1.00	— 95.06	5.10	— 73.57	3.85	— 80.04	2.32	— 90.26
29 Novembre ..								
Dec. 31st ..	1.10	— 94.57	4.80	— 75.12	3.20	— 83.41	2.06	— 91.36
31 Décembre ..								
1920.								
Jan. 30th ..	1.10	— 94.57	3.95	— 79.53	1.90	— 90.16	1.30	— 94.54
30 Janvier ..								
Feb. 26th ..	.77	— 96.20	3.52	— 81.76	1.58	— 91.81	1.03	— 95.68
26 Février ..								
March 30th ..	.70	— 96.55	3.45	— 82.12	1.80	— 90.67	1.43	— 94.00
30 Mars								
April 29th ..	.68	— 96.64	3.10	— 83.04	1.80	— 90.67	1.72	— 92.78
29 Avril								
May 27th ..	.95	— 95.30	3.45	— 82.12	3.25	— 83.16	2.70	— 88.67
27 Mai								
July 1st ..	1.46	— 92.79	6.65	— 65.54	2.60	— 86.53	2.64	— 88.92
1 Juillet								
July 29th ..	1.37	— 93.24	6.30	— 67.36	2.75	— 85.75	2.31	— 90.31
29 Juillet ..								
Sept. 2nd ..	.96	— 95.26	4.00	— 79.27	2.34	— 87.88	1.01	— 95.76
2 Sept.								
Sept. 30th ..	.86	— 95.76	3.42	— 82.28	2.00	— 89.64	1.58	— 93.37
30 Sept.								

TABLE I.—continued.

Rates of Exchange.

NEW YORK SELLING RATES—CABLES ON

TABLEAU I.—suite.

Cours du change.

A NEW YORK CABLE SUR

Date	Austria Autriche		Hungary Hongrie		Bulgaria Bulgarie		Argentina	
	4.935 kr. = 1 \$. 20.26 cents = 1 kr.	Premium + or Discount —, Prime + ou Perte —.	4.935 kr. = 1 \$. 20.26 cents = 1 krone.	Premium + or Discount —, Prime + ou Perte —.	5.18½ leva = 1 \$. 19.30 cents = 1 leva.	Premium + or Discount —, Prime + ou Perte —.	2.35 peso papel = 1 \$. 42.44 cents = 1 peso papel.	Premium + or Discount —, Prime + ou Perte —.
	cents	%	cents	%	cents	%	cents	%
1919.								
March 27th .. 27 Mars ..	3.66*	— 82.03					43.95	+ 3.56
May 1st .. 1 Mai ..	4.11*	— 79.67					44.25	+ 4.27
May 29th .. 29 Mai ..	4.17	— 79.44			13.00	— 67.39	44.125	+ 3.97
June 26th .. 26 Juin ..	4.17	— 79.44			11.00	— 57.00	43.25	+ 1.91
July 31st .. 31 Juillet ..	3.60	— 82.23			11.00	— 57.00	42.40	— .09
Aug. 28th .. 28 Août ..	2.50	— 87.66			4.75	— 75.39	42.35	— .21
Oct. 2nd .. 2 Octobre ..	1.82	— 91.02			4.75	— 75.39	42.45	+ .02
Oct. 30th .. 30 Octobre ..	.90	— 95.56			3.10	— 83.94	42.45	+ .02
Nov. 29th .. 29 Novembre ..	.74	— 96.35			2.80	— 85.49	43.25	+ 1.91
Dec. 31st .. 31 Décembre ..	.87	— 95.71			2.50	— 87.05	43.25	+ 1.91
1920.								
Jan. 30th .. 30 Janvier ..	.35	— 98.27			2.20	— 88.60	43.25	+ 1.01
Feb. 26th .. 26 Février ..	.39	— 98.08			1.75	— 90.93	43.625	+ 2.79
March 30th .. 30 Mars ..	.49	— 97.58			1.75	— 90.93	43.50	+ 2.50
April 29th .. 29 Avril ..	.49	— 97.58	.51	— 97.48	1.75	— 90.93	43.00	1.32
May 27th .. 27 Mai ..	.71	— 96.50	.60	— 97.04	1.60	— 91.71	42.625	+ .44
June 30th .. 30 Juin ..	.73	— 96.40	.66	— 96.74	1.75	— 90.93	41.95	— 1.15
July 29th .. 29 Juillet ..	.60	— 97.04	.58	— 97.14	1.85	— 90.41	39.80	— 6.22
Sept. 2nd .. 2 Sept. ..	.46	— 97.73	.43	— 97.88	—	—	38.25	— 9.87
Sept. 30th .. 30 Sept. ..	.44	— 97.82	.34	— 98.32	1.45	— 92.49	37.375	— 11.93

* Over Amsterdam.

* Par Amsterdam.

TABLE I.—*continued.*
Rates of Exchange.
NEW YORK SELLING RATES—CABLES ON

TABLEAU I.—*suite.*
Cours du change.
À NEW YORK CÂBLE SUR

Date	Brazil Brésil		Chile Chili		Japan Japon	
	3.08 milreis papel = 1 \$.* 32.44 cents = 1 milreis papel.	Premium + or Discount —. Prime + ou Perte —.	4.85 peso papel = 1 \$.* 20.61 cents = 1 peso papel.	Premium + or Discount —. Prime + ou Perte —.	2.006 yen = 1 \$. 49.85 cents = 1 yen.	Premium + or Discount —. Prime + ou Perte —.
	cents	%	cents	%	cents	%
1919.						
March 27th 27 Mars	25.750	— 20.62	18.135	— 12.01	59.50	+ 19.36
May 1st 1 Mai	27.000	— 16.77	19.530	— 5.24	51.25	+ 2.81
May 29th 29 Mai	28.000	— 13.69	20.050	— 2.72	51.625	+ 3.56
June 26th 26 Juin	27.875	— 14.07	21.250	+ 3.11	50.75	+ 1.80
July 31st 31 Juillet	26.875	— 17.16	21.500	+ 4.32	50.50	+ 1.50
Aug. 28th 28 Août	25.500	— 21.39	20.000	— 2.96	50.40	+ 1.10
Oct. 2nd 2 Octobre	25.875	— 20.24	20.000	— 2.96	50.50	+ 1.30
Oct. 30th 30 Octobre	25.875	— 20.24	20.250	— 1.75	50.50	+ 1.30
Nov. 29th 29 Novembre	29.750	— 8.29	20.500	— 0.54	50.75	+ 1.80
Dec. 31st 31 Décembre	28.250	— 12.92	20.000	— 2.96	50.375	+ 1.05
1920.						
Jan. 30th 30 Janvier	27.125	— 16.38	21.000	+ 1.89	49.25	— 1.20
Feb. 26th 26 Février	26.375	— 18.70	21.750	+ 5.53	47.50	— 4.71
March 30th 30 Mars	26.500	— 18.31	21.250	+ 3.11	48.25	— 3.21
April 27th 29 Avril	26.500	— 18.31	22.750	+ 10.38	50.00	+ 30
May 27th 29 Mai	26.250	— 19.08	19.000	— 7.81	51.50	+ 3.31
June 30th 30 Juin	23.85	— 26.48	19.000	— 7.81	51.55	+ 3.41
July 29th 29 Juillet	21.50	— 33.72	19.000	— 7.81	50.50	+ 1.30
Sept. 2nd 2 Sept.	19.75	— 39.12	19.000	— 7.81	51.00	+ 2.31
Sept. 30th 30 Sept.	17.75	— 45.29	19.750	— 4.17	50.90	+ 2.10

* Pre-war rates usually quoted as conventional par.
* Taux d'avant guerre cités conventionnellement comme taux au paix.

TABLE II.

Table showing changes in Bank Rate of Discount.
Rate ruling on last day of each month.

TABLEAU II.

Tableau indiquant les fluctuations du taux de l'escompte.
Taux pratiqué le dernier jour de chaque mois.

Country Pays	1919.										1920.										
	Mar. Mars	Apr. Avril	May Mai	June Juin	July Juillet	Aug. Août	Sept. Septembre	Oct. Octobre	Nov. Novembre	Dec. Decembre	Jan. Janvier	Feb. Février	Mar. Mars	Apr. Avril	May Mai	June Juin	July Juillet	Aug. Août	Sept. Septembre	Oct. Octobre	Nov. Novembre
Belgium .. Belgique ..	5	5	5	4	4	4	4	3½	3½	3½	3½	3½	3½	5½	5½	5½	5½	5½	5½	5½	5½
France .. France ..	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	6	6	6	6	6	6	6	6
Italy .. Italie ..	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5½	6	6	6	6	6	6	6	6
Portugal .. Portugal ..	5½	5½	5½	5½	5½	5½	5½	5½	5½	5½	5½	5½	5½	5½	5½	5½	5½	5½	7	7	7
U.K. Royaume Uni	5	5	5	5	5	5	5	5	6	6	6	6	7	7	7	7	7	7	7	7	7
Australia .. Australie ..	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
British India (Bombay) Indes Anglaises ..	6	6	6	5	5	5	5	5	5	5	5	5	8	7	6	5	5	5	5	5	7
Holland .. Pays-Bas ..	4½	4½	4½	4½	4½	4½	4½	4½	4½	4½	4½	4½	4½	4½	4½	4½	4½	4½	4½	4½	4½
Spain .. Espagne ..	4½	4½	4½	4½	4½	4½	4½	4½	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	6
Switzerland .. Suisse ..	5½	5½	5½	5½	5½	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Sweden .. Suède ..	7	6½	6½	6	6	6	6	6	6	6	6	6	7	7	7	7	7	7	7½	7½	7½
Norway .. Norvège ..	6	6	5½	5½	5½	5½	5½	5½	5½	6	6	6	6	6	7	7	7	7	7	7	7

TABLE II.—continued.
Table showing changes in Bank Rate of Discount.
Rate ruling on last day of each month.

TABLEAU II.—suite.
Tableau indiquant les fluctuations du taux de l'escompte.
Taux pratiqué le dernier jour de chaque mois.

Country Pays	1919.										1920.											
	Mar. Mars	Apr. Avril	May Mai	June Juin	July Juillet	Aug. Août	Sept. Septembre	Oct. Octobre	Nov. Novembre	Dec. Decembre	Jan. Janvier	Feb. Février	Mar. Mars	Apr. Avril	May Mai	June Juin	July Juillet	Aug. Août	Sept. Septembre	Oct. Octobre	Nov. Novembre	
Estonia Estonie			5½	5½	5½	5½	5½	5½	5½	5½	5½	5½	6½	6½	6½	7½	7½					
Denmark Danemark	5½	5½	5½	5½	5½	5½	5½	6	6	6	6	6	7	7	7	7	7	7	7	7	7	
Finland Finlande	6	6	6	6	6	6	6	6	7	7	7	7	8	8	8	8	8	8	8	8	9	
Czecho-Slovakia Tchéco-Slovaquie	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	6	6	6	6	6	6	6	6	
Greece Grèce	†	†	†	†	†	†	†	5	5	5	†	†	†	†	6½	6½	6½	6½	6½	6½	6½	
Poland Pologne															6	6	6	6	6	6	6	
Roumania Roumanie	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	6	6	6	
Germany Allemagne	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	
Austria Autriche	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	
U.S.A.* Etats-Unis*	4½	4½	4½	4½	4½	4½	4½	4½	4½	4½	5½/6	6	6	6	7	7	7	7	7	7	7	
Argentina	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	
Japan Japon	6½	6½	6½	6½	6½	6½	6½		8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	

* New York Federal reserve rate for 90 days secured otherwise than by Government war obligations.

* Taux de la Federal Reserve Bank de New York pour les effets à 90 jours, garantis autrement que par des obligations émises par l'Etat pendant la guerre.

† Fluctuating.

TABLE III.—continued.

TABLEAU III.—suite.

Table showing holdings of Coin and Bullion, and Notes in circulation at the end of 1913 and 1919.

Tableau indiquant l'encaisse en espèces métalliques et en lingots, et les billets en circulation à la fin de 1913

Country Pays	Date	Unit of Currency Étalon monétaire	et de 1919.			(en milliers.)			Percentage which gold is of notes Pourcentage de l'or par rapport aux billets
			Coin and bullion in the hands of Government and Central Bank Espèces métalliques et lingots constituant l'encaisse entre les mains du Gouvernement et de la Banque d'émission			Notes in circulation Billets en circulation			
			Gold Or	Silver Argent	Total gold and silver Total Or et Argent	State Emis par l'Etat	Bank Emis par les Banques	Total	
Roumania Roumanie	1913 ^h 1919	Lei	154,000 495,103 ^h	(1,000) (200)	(155,000) (495,300)	—	(425,000) 4,215,000	(425,000) ^m 4,215,000	36.2 11.7
Germany Allemagne	1913 ^a 1919 ^b	Mark	1,511,200 1,091,700	322,200 —	1,833,400 1,091,700	155,100 14,096,800	2,406,600 47,939,600	2,561,700 62,036,400	59.0 1.8
Austria-Hungarian Bank Banque Austro-hongroise	1913 1919	Krone	1,240,973 230,568	261,545 57,072	1,502,518 287,640	—	2,493,641 54,481,272 ^p	2,493,641 54,481,272 ^p	49.8 .4
Bulgaria Bulgarie	1913 1919	Leva	55,400 37,000	23,500 17,400	78,900 54,400	—	188,741 2,858,487	188,741 2,858,487	29.4 1.3
United States of America Etats-Unis	1913 1919	\$	262,443 2,222,375	27,644 67,109	290,087 2,289,404	342,591 328,584	726,480 3,883,543	1,069,071 4,212,127	52.8
Argentina	1914 ^a 1920 ^f	Peso { oro papel	p.o. 254,766 p.o. 482,754	—	—	P.P. 777,337 P.P. 1,277,501	—	P.P. 777,337 P.P. 1,277,501	74.5 85.9
Bolivia Bolivie	1913 1919	Peso	(14,477) ^e 19,306	—	—	—	(21,491) 35,150 ^c	(21,491) 35,150 ^c	67.4 (54.9)
Brazil Bresil	1913 1919	Milreis	55,276	—	55,276	(896,836) 1,748,391	—	(896,836) 1,748,391	3.2
Chile	1914 ^a 1920 ^b	\$ { oro papel	\$o. 157,625 \$o. 121,500	—	\$o. 157,625 \$o. 121,500	\$p. 150,000 \$p. (226,466) ⁱ	—	\$p. 150,000 \$p. (200,466) ⁱ	105.1 (53.7)
Peru	1913 1919	Libra	6,225 ^o	—	6,225	—	6,804	6,804	91.5
Estonia	1913 1919	E. Mark	40,000	—	40,000	583,892	—	583,892	6.9
Uruguay	1913 1919	Peso	10,468 55,614	1,617 3,031	12,085 58,645	—	21,538 68,276 ^q	21,538 68,276 ^q	48.6 81.5
Siam	1913 ^d 1919 ^f	Tical	31 ⁿ 46 ⁿ	41,497 ^r 14,418 ^r	41,528 14,464	26,051 108,597	—	26,051 108,597	—
Japan Japon	1913. 1919 ^g	Yen	376,000 ^j 2,001,000 ^l	—	376,000 2,001,000	—	426,388 1,335,014	426,388 1,335,014	88.2 149.8

a 30/6/14.

b 30/4/20.

c 1918.

d 31/3/13.

e 30/6/19.

f 31/3/20.

g 20/2/20.

h -/7/14.

i 17/3/20.

j De ce montant 256,000,000 sont; gardés à l'étranger.

j Of this amount 246,000,000 held abroad.

k Of which 315,179,980 lei at Moscow; 80,469,650 lei in the Reichsbank, Berlin; 98,105,800 lei in the Bank of England.

k Dugut 315,179,980 lei à Moscou; 80,469,650 lei dans la "Reichsbank," Berlin; 98,105,800 lei dans la "Bank of England."

l Of this amount, 1,308,000 held abroad.

l De ce montant, 1,308,000 sont gardés à l'étranger.

m Old Kingdom only. There are, it is estimated, an additional 2,172,000 lei of notes issued during the German occupation.

m Pour l'Ancien Royaume seulement. On estime qu'il faut y ajouter 2,172,000 lei en billets émis pendant l'occupation allemande.

n No central bank.

n Pas de Banque centrale.

o Of which 2,900,000 held abroad.

o Dont 2,900,000 sont gardés à l'étranger.

p 12,134,000,000 stamped in Austria.

p 12,134,000,000 estampillés en Autriche.

q Of which about 13 per cent. are convertible into silver.

q Dont environ 13 per cent peuvent être convertis en argent.

r Gold standard system.

r Système de l'étalon d'or.

TABLE IV.
TABLEAU IV.

Bank Deposits on December 31, 1913, and December 31, 1919.
Dépôts en Banques au 31 Décembre 1913 et au 31 Décembre 1919.

(000's omitted.)

(en milliers.)

Country Pays	Date.	Unit of Currency Etalon monétaire	Deposits Dépôts		Remarks Observations
			At Central Bank A la Banque d'émission	At other Banks Dans les autres Banques	
Belgium	1913	Franc	117,098	928,085	
Belgique	1919		2,481,095	4,282,872	
France	1913	Franc	573,324	5,977,500*	*In the 6 principal credit institutions.
	1919		3,364,200	15,966,200*	*Dans les 6 principaux établissements de credit.
Italy	1913	Lira	87,000§§	(700,000)	§§In the three banks of issue.
Italie	1919		726,000§§	(2,561,000)	§§Dans les trois banques d'émission.
Luxemburg	1913	Franc	371†	—	†In the Banque Internationale.
Luxembourg	1919		4,452†	24,844	†A la banque Internationale.
Portugal	1913	Milreis	4,705	72,971	‡No central bank.
	1919		23,460	308,005	‡Pas de banque centrale.
U.K.	1913	£	71,357	1,070,681	
Royaume-Uni	1919		199,864	2,398,831	§30/6/14
Australia	1913	£	—‡	163,855§	¶Dec., 1918. Figures for 1919 not available.
Australie	1919		—	247,398	Figures for Presidency banks only were 1913, 36.5 crores; 1918, 51.5; 1919, 72.3.
Canada	1913	\$	—‡	1,018,656§	¶Dec. 1918. Les chiffres pour 1919 n'ont pas encore été donnés. Les chiffres pour les "Presidency banks" seules étaient: 1913, 36.5 crores; 1918, 51.5; 1919, 72.3.
	1919		—	1,841,479	
India	1913	Rupee	—‡	916,047	
Indes Anglaises	1919		—	(1,549,416)¶	
New Zealand	1913	£	—‡	28,847	
Nouvelle Zélande	1919		—	59,408	
South Africa	1913	£	—‡	44,700††	††31/12/14
Afrique du Sud	1919		—	93,900||	||31/3/20
Holland	1913	Gulden	5,300	335,965	
Pays-Bas	1919		85,200	1,352,510	
Spain	1913	Peseta	8,830	††	††Figures of deposits at other banks not available.
Espagne	1919		10,313	††	††Les chiffres des dépôts dans les autres banques ne sont pas connus.
Switzerland	1913	Franc	58,930	3,665,252	
Suisse	1919		175,309**	6,290,803**	
Sweden	1913	Krona	107,900	1,691,990	
Suède	1919		277,511	5,085,823	
Norway	1913	Krone	12,582	1,200,509	
Norvège	1919		127,055**	4,315,547**	**31/12/18
Denmark	1913	Krone	3,755	††	
Danemark	1919		3,149	††	
Finland	1913	F. mark	26,392	673,769	
Finlande	1919		123,109	3,384,701	
Greece	1913	Drachma	158,771	124,595	
Grèce	1919		558,105	565,025	
Poland	1913	Mark	—	—	
Pologne	1919		2,456,161	1,297,475	

TABLE IV.—*continued.*TABLEAU IV.—*suite.*

Bank Deposits on December 31, 1913, and December 31, 1919.
Dépôts en Banques au 31 Décembre, 1913 et au 31 Décembre, 1919.

(000's omitted.)

(en milliers.)

Country Pays	Date	Unit of Currency Etalon monétaire	Deposits Dépôts		Remarks. Observations.
			At Central Bank A la Banque d'émission	At other Banks Dans les autres Banques	
Germany Allemagne	1913§ 1919†	Mark	858,300 16,498,900	8,392,000 38,779,000§§	§30/6/14 †30/4/20 §§Official estimate. Actual figure 30/6/19 was 33,779,000 marks.
Hungary Hongrie	1913 1919	Krone		4,771,690† 15,116,354*	§§Evaluation officielle. Les chiffres réels 30/6/19 étaient 33,779,000 marks. †Pre-war boundaries. ‡Frontières d'avant-guerre.
Bulgaria Bulgarie	1913 1919	Leva	197,929 897,056	—††	* Present-day boundaries. * Frontières actuelles. †† Figures of deposits at other banks not available.
U.S.A. Etats Unis	1913 1919	\$	—¶ —	13,760,000** 28,289,000**	†† Les chiffres des dépôts dans les autres banques de sont pas connus. ** 30/6/14. ** 30/6/19.
Argentina	1914§ 1920||	Peso { oro papel	{ p. o. 16,116 p. p. 521,912 { p. o. 9,866 p. p. 1,281,943	p. o. 25,026 p. p. 817,209 p. o. 7,293 p. p. 1,875,833	Peso papel = 44 % of peso oro.
Bolivia Bolivie	1913 1919||	Peso	(13,476) 18,308	(5,831) 22,926	§30/6/14 ||31/3/20 ¶ No Central Bank. ¶ Pas de Banque Centrale.
Brazil Brésil	1913 1919	Milreis	151,101 182,079	— ††	
Peru	1913 1919	Libra	—¶ —	8,109 14,474	
Estonia	1913 1919	E. Mark	86,910	232,518	
Uruguay	1913 1919	Peso	60,169	88,749	
Siam	1913 1919	Tical	—¶ —	20,816 61,408	
Japan Japon	1913 1919*	Yen	118,235 1,142,173	2,110,772 7,929,220	*31/10/19

OBSERVATIONS AU SUJET DU TABLEAU V.

1. Le tableau V permet de comparer approximativement le pouvoir d'achat à l'intérieur de certaines monnaies et leur pouvoir d'achat aux Etats-Unis. Il indique :—

- (a) Dans quelle mesure la dépréciation du pouvoir d'achat de la monnaie de papier a dépassé la dépréciation du pouvoir d'achat de l'or ;
- (b) Dans quelle mesure, dans certains cas, cette dépréciation additionnelle de la monnaie a été dépassée par la baisse elle-même du change

2. Les chiffres, toutefois, pour plusieurs raisons (dont quelques unes sont données plus bas) ne doivent être considérés que comme des indications approximatives sur le mouvement général des prix et les fluctuations du change.

Les différents index figurant sur ce tableau ont été calculés sur des bases différentes et la plupart ne peuvent être comparés que d'une façon imparfaite avec l'index donné pour les Etats-Unis.

3. Le prix-index pour les Etats-Unis (celui fourni par le Bureau des Statistiques du Travail des Etats-Unis d'Amérique) tient compte du poids, et est calculé d'après la valeur sur le marché de plus de 300 articles, matières premières ou produits dans leur premier stage de fabrication.

4. L'index anglais le plus susceptible d'être comparé avec l'index américain, est donné par le " Statist." Cet index ne tient compte du poids que d'une façon approximative et est établi sur la base d'environ 60 prix cotés surtout pour des matières premières.

Les Etats-Unis ont établi une série d'index pour un certain nombre de pays pendant la guerre et ces index peuvent faire l'objet d'une comparaison exacte avec les index américains.

Si l'on compare les index établis par les Etats-Unis pour le Royaume-Unis et ceux établis par le " Statist " et le Bureau des Statistiques du Travail des Etats-Unis, on voit que ces deux derniers index peuvent être comparés assez exactement.

5. L'index français, publié par le Ministère du Travail, ne tient pas compte du poids et est calculé d'après 45 prix cotés surtout pour des matières premières. Il ne peut d'aucune façon faire l'objet d'une comparaison aussi précise avec l'index du Bureau des Statistiques du Travail des Etats-Unis, que c'est le cas pour celui du Statist ; il semble toutefois résulter des recherches du Ministère du Commerce américain, que cet index tend plutôt à exagérer la hausse des prix en France qu'à la diminuer. Si c'est exact, la dépréciation de la valeur extérieure du franc, telle qu'elle est donnée dans la colonne 4 du tableau V, est plutôt en-dessous de la réalité.

6. L'index italien, établi de la même façon que l'index anglais de l'Economist, est calculé d'après le prix de gros de 40 articles, matières premières pour la plupart. Il est calculé indépendamment du poids et peut encore moins que l'index français faire l'objet d'une comparaison avec l'index du Bureau des Statistiques du Travail des Etats-Unis.

7. L'index Canadien, bien qu'il ne tienne pas compte du poids, est sans doute celui que peut le plus facilement faire l'objet d'une comparaison avec celui du Bureau des Statistiques du Bureau du Travail des Etats-Unis. Il est basé sur les prix de 272 articles, matières premières et articles manufacturés.

8. L'index suédois préparé par les soins du " Svensk Handelstidning " est calculé d'après les prix sur le marché de 10 groupes séparés d'articles, matières premières ou produits dans leur premier stage de fabrication. L'index tient compte du poids d'après la consommation relative de ces articles entre le 1er juillet 1913 et le 31 juin 1914. Le poids, croyons-nous, ne s'applique plus entièrement aux conditions actuelles et la hausse des prix est en conséquence probablement quelque peu exagérée. Les index préparés par le Ministère du Commerce américain l'ont été sur une base trop étroite pour permettre la comparaison.

9. L'index japonais préparé par la Banque de Tokyo, ne tient pas compte du poids et est calculé d'après les prix de 56 articles, matières premières et produits manufacturés. Si l'on compare ce nombre avec ceux qui ont été préparés par les soins du Ministère du Travail des Etats-Unis, et par la Chambre de Commerce de Yokohama, il semble qu'il y ait une tendance à accentuer la hausse des prix un peu plus que ne le fait celui du Bureau des Statistiques du Travail des Etats-Unis.

NOTES TO TABLE V.

1. Table V. affords a rough comparison between the domestic purchasing power of certain currencies and their purchasing power in the United States and gives thus an indication

- (a) Of the extent to which the depreciation in the purchasing power of paper currencies has exceeded the depreciation in the purchasing power of gold, and
- (b) Of the extent to which in certain cases this additional currency depreciation has been exceeded by the actual fall in exchange.

2. The figures, however, for various reasons (some of which are recorded below) should not be accepted as more than rough indications of the general direction of price and exchange movements. The various index numbers quoted are drawn up on different bases and the majority of them are only imperfectly comparable with that given for the United States.

3. The price index for the United States (that of the United States Bureau of Labor Statistics) is a weighted Index Number based on market quotations for over 300 commodities, either raw materials or goods in the first stages of manufacture.

4. The British Index Number most comparable with that for the United States is published by the "Statist." This index is roughly weighted and is based on some 60 quotations mainly for raw materials. In the United States has been drawn up a series of index numbers for a number of countries during the war and exactly comparable index numbers for the United States. From a comparison of those thus prepared for the United Kingdom with those prepared by the "Statist" and the United States Bureau of Labor Statistics it would appear that the degree of comparability between these two latter is high.

5. The French Index Number published by the Ministry of Labour and Social Welfare is unweighted and based on 45 quotations, mainly raw materials.

It is by no means so strictly comparable with the United States Bureau of Labor Statistics' Index Number as is that of the "Statist," though it may be inferred from the researches of the United States Department of Commerce that it tends rather to accentuate the rise of the domestic prices in France than the reverse. If this be so the depression of the external value of the franc as indicated by column 4 of Table V. is rather under than over-estimated.

6. The Italian Index Number, which is formulated on the same principle as the British "Economist" Number, is based on the wholesale prices of 40 commodities, mainly raw materials. It is unweighted and is, if anything, less comparable than the French with that of the United States Bureau of Labor Statistics.

7. The Canadian official index number, although it is unweighted, is without doubt the most closely comparable to that of the United States Bureau of Labor Statistics. It is based on the quotations of 272 commodities, both raw materials and manufactured articles.

8. The Swedish Index, prepared by the "Svensk Handelstidning," is based on market quotations for ten separate groups of commodities, either raw materials or goods in the first stages of manufacture. The index is weighted according to the relative consumption of the goods quoted during the period 1/7/1913 to 31/6/1914. The weighting, it is understood, is no longer wholly applicable to existing conditions and the rise in prices is in consequence probably somewhat exaggerated. The indices prepared by the United States Department of Commerce were drawn up on too narrow a basis to permit of comparison.

9. The Japanese Index Number prepared by the Bank of Tokyo is unweighted and based on the quotations of 56 commodities, both raw materials and manufactured goods. From a comparison of this number with those prepared by the United States Department of Labor and by the Yokohama Chamber of Commerce it would appear to accentuate the rise in prices somewhat more strongly than does that of the United States Bureau of Labor Statistics.

TABLE V.
TABLEAU V.

Table showing fluctuations in external and internal wholesale prices in terms of various national currencies.
Tableau indiquant les fluctuations des prix de gros à l'intérieur et à l'importation calculés dans les différentes monnaies nationales.

FRANCE.

Date	U.S.A. Index No. 1913 = 100 Index pour les Etats Unis 1913 = 100	Cost of \$ in francs Parity = 100 Valeur du \$ en francs Parité = 100	External Prices Cost in francs of commodities in U.S.A. 1913 = 100 Cols. (a) × (b) 100 Prix à l'importation Valeur en francs des marchandises aux Etats Unis 1913 = 100 (c)	Internal Prices Cost in francs of commodities in France 1913 = 100 Prix à l'intérieur Valeur en francs des marchandises au France 1913 = 100 (d)
	(a)	(b)	(c)	(d)
1919				
March	201	115	232	338
Mars				
April	203	117	238	334
Avril				
May	207	125	259	327
Mai				
June	207	125	258	330
Juin				
July	219	140	307	350
Juillet				
August	226	158	352	349
Août				
September	221	164	362	362
Septembre				
October	223	171	382	384
Octobre				
November	230	189	434	407
Novembre				
December	238	210	499	425
Décembre				
1920				
January	248	254	631	489
Janvier				
February	249	276	688	525
Février				
March	253	287	725	557
Mars				
April	265	319	845	591
Avril				
May	272	247	672	553
Mai				
June	269	232	624	495
Juin				
July	262	251	658	498
Juillet				
August	250	278	695	504
Août				
September	242	290	702	528
Septembre				
October	225	303	682	505
Octobre				

TABLE V.—continued.
TABLEAU V.—suite.

Table showing fluctuations in external and internal wholesale prices in terms of various national currencies.
Tableau indiquant les fluctuations des prix de gros à l'intérieur et à l'importation calculés dans les différentes monnaies nationales.

ITALY.
ITALIE.

Date	U.S.A. Index No. 1913 = 100 Index pour les Etats Unis 1913 = 100	Cost of \$ in lire Parity = 100 Valeur du \$ en lire Parité = 100	External Prices Cost in lire of commodities in U.S.A. 1913 = 100 Cols. (a) × (b) 100 Prix à l'importation Valeur en lire des marchandises aux Etats Unis 1913 = 100	Internal Prices Cost in lire of commodities in Italy 1913 = 100 Prix à l'intérieur Valeur en lire des marchandises au Itale 1913 = 100
	(a)	(b)	(c)	(d)
1919				
March	201	152	306	326
Mars				
April	203	145	294	332
Avril				
May	207	163	337	338
Mai				
June	207	155	320	358
Juin				
July	219	166	363	362
Juillet				
August	226	186	420	369
Août				
September	221	189	418	372
Septembre				
October	223	208	465	391
Octobre				
November	230	234	538	439
Novembre				
December	238	256	609	457
Décembre				
1920				
January	248	299	741	504
Janvier				
February	249	355	885	556
Février				
March	253	396	1,003	619
Mars				
April	265	424	1,124	679
Avril				
May	272	325	884	659
Mai				
June	269	323	868	615
Juin				
July	262	363	951	613
Juillet				
August	250	414	1,035	632
Août				
September	242	464	1,123	661
Septembre				
October	225	516	1,161	652
Octobre				

TABLE V.—*continued.*
TABLEAU V.—*suite.*

Table showing fluctuations in external and internal wholesale prices in terms of various national currencies.
Tableau indiquant les fluctuations des prix de gros à l'intérieur et à l'importation calculés dans les différentes monnaies nationales.

UNITED KINGDOM.
ROYAUME-UNI.

Date	U.S.A. Index No. 1913 = 100 Index pour les Etats Unis 1913 = 100	Cost of \$ in £ Parity = 100 Valeur du \$ en £ Parité = 100	External Prices Cost in £ of commodities in U.S.A. 1913 = 100 Cols. (a) × (b) 100 Prix à l'importation Valeur en £ des marchandises aux Etats Unis 1913 = 100 (c)	Internal Prices Cost in £ of commodities in United Kingdom 1913 = 100 Prix à l'intérieur Valeur en £ des marchandises au Royaume- Uni 1913 = 100 (d)
	(a)	(b)		
1919				
March	201	106	213	217
April	203	104	211	217
May	207	105	217	229
June	207	106	219	235
July	219	112	244	243
August	226	115	261	250
September	221	115	254	253
October	223	117	260	264
November	230	121	279	272
December	238	129	308	277
1920				
January	248	138	342	289
February	249	144	359	306
March	253	126	318	308
April	265	126	334	313
May	272	124	337	306
June	269	123	331	301
July	262	130	341	300
August	250	136	340	298
September	242	140	339	293
October	225	140	315	282

TABLE V.—*continued.*
TABLEAU V.—*suite.*

Table showing fluctuations in external and internal wholesale prices in terms of various national currencies.
Tableau indiquant les fluctuations des prix de gros à l'intérieur et à l'importation calculés dans les différentes monnaies nationales.

SWEDEN.
SUEDE.

Date	U.S.A. Index No. 1913 = 100 Index pour les Etats Unis 1913 = 100	Cost of \$ in kroner Parity = 100 Valeur du \$ en kroner Parité = 100	External Prices Cost in kroner of commodities in U.S.A. 1913 = 100 Cols. (a) × (b) 100 Prix à l'importation Valeur en kroner des marchandises aux Etats Unis 1913 = 100 (c)	Internal Prices Cost in kroner of commodities in Sweden 1913 = 100 Prix à l'intérieur Valeur en kroner des marchandises au Suède 1913 = 100 (d)
	(a)	(b)	(c)	(d)
1919				
March	201	100	201	354
Mars				
April	203	106	215	339
Avril				
May	207	106	219	330
Mai				
June	207	106	219	324
Juin				
July	219	109	239	320
Juillet				
August	226	110	249	321
Août				
September	221	110	243	319
Septembre				
October	223	113	252	307
Octobre				
November	230	118	271	308
Novembre				
December	238	125	298	317
Décembre				
1920				
January	248	136	337	319
Janvier				
February	249	144	359	342
Février				
March	253	125	316	354
Mars				
April	265	125	331	354
Avril				
May	272	125	340	361
Mai				
June	269	121	325	366
Juin				
July	262	126	330	363
Juillet				
August	250	133	333	365
Août				
September	242	135	327	362
Septembre				
October	225	138	311	346
Octobre				

TABLE V.—*continued.*
TABLEAU V.—*suite.*

Table showing fluctuations in external and internal wholesale prices in terms of various national currencies.
Tableau indiquant les fluctuations des prix de gros à l'intérieur et à l'importation calculés dans les différentes monnaies nationales.

CANADA.

Date	U.S.A. Index No. 1913 = 100 Index pour les Etats Unis 1913 = 100	Cost of U.S.A. \$ in Canadian \$ Parity = 100 Valeur du Etats Unis \$ en \$ Canadiens Parité = 100	External Prices Cost in Canadian \$ of commodities in U.S.A. 1913 = 100 Cols. $\frac{(a) \times (b)}{100}$ Prix à l'importation Valeur en \$ Canadiens des marchandises aux Etats Unis 1913 = 100	Internal Prices Cost in Canadian \$ of commodities in Canada 1913 = 100 Prix à l'intérieur Valeur en \$ Canadiens des marchandises au Canada 1913 = 100
	(a)	(b)	(c)	(d)
1919				
March	201	102	205	205
Mars				
April	203	103	209	206
Avril				
May	207	103	213	210
Mai				
June	207	103	213	210
Juin				
July	219	104	228	217
Juillet				
August	226	104	235	222
Août				
September	221	104	230	222
Septembre				
October	223	104	232	221
Octobre				
November	230	105	242	227
Novembre				
December	238	108	258	238
Décembre				
1920				
January	248	112	278	248
Janvier				
February	249	115	286	254
Février				
March	253	109	277	258
Mars				
April	265	109	289	261
Avril				
May	272	112	304	263
Mai				
June	269	111	298	258
Juin				
July	262	112	293	256
Juillet				
August	250	104	260	244
Août				
September	242	110	266	241
Septembre				
October	225	110	248	234
Octobre				

TABLE V.—*continued.*
TABLEAU V.—*suite.*

Table showing fluctuations in external and internal wholesale prices in terms of various national currencies.
Tableau indiquant les fluctuations des prix de gros à l'intérieur et à l'importation calculés dans les différentes monnaies nationales.

JAPAN.
JAPON.

Date	U.S.A. Index No. 1913 = 100 Index pour les Etats Unis 1913 = 100	Cost of \$ in yen Parity = 100 Valeur du \$ en yen Parité = 100	External Prices Cost in yen of commodities in U.S.A. 1913 = 100 Cols. (a) × (b) 100 Prix à l'importation Valeur en yen des marchandises aux Etats Unis 1913 = 100 (c)	Internal Prices Cost in yen of commodities in Japan 1913 = 100 Prix à l'intérieur Valeur en yen des marchandises au Japon 1913 = 100 (d)
	(a)	(b)	(c)	(d)
1919				
March	201	84	168	206
Mars				
April	203	97	198	207
Avril				
May	207	97	200	215
Mai				
June	207	98	203	228
Juin				
July	219	99	216	247
Juillet				
August	226	99	224	251
Août				
September	221	99	218	258
Septembre				
October	223	99	220	266
Octobre				
November	230	98	226	280
Novembre				
December	238	99	235	289
Décembre				
1920				
January	248	101	251	301
Janvier				
February	249	105	261	314
Février				
March	253	103	261	322
Mars				
April	265	100	265	301
Avril				
May	272	97	264	272
Mai				
June	269	97	261	248
Juin				
July	262	99	259	240
Juillet				
August	250	98	245	235
Août				
September	242	98	237	231
Septembre				
October	225	98	221	226
Octobre				

TABLE V—continued.

TABLEAU V—suite.

Table showing fluctuations in external and internal wholesale prices in terms of various national currencies.
Tableau indiquant les fluctuations des prix de gros à l'intérieur et à l'importation calculés dans les différentes monnaies nationales.

NORWAY.

NORVÈGE.

Date.	U.S.A. Index No. 1914 = 100 Index pour les Etats Unis 1914 = 100	Cost of \$ in kroner Parity = 100 Valeur du \$ en kroner Parité = 100	External Prices Cost in kroner of commodities in U.S.A. 1914 = 100 Cols. (a) and (b) 100 Prix à l'importation Valeur en kroner des marchandises aux Etats Unis 1914 = 100	Internal Prices Cost in kroner of commodities in Norway 1914 = 100 Prix à l'intérieur Valeur en kroner des marchandises au Norvège 1914 = 100
	(a)	(b)	(c)	(d)
1919				
March	203	104	211	—
Mars				
April	205	104	213	—
Avril				
May	209	107	224	—
Mai				
June	209	109	228	314
Juin				
July	221	113	250	—
Juillet				
August	228	117	267	—
Août				
September	223	115	256	—
Septembre				
October	225	119	268	—
Octobre				
November	232	123	285	—
Novembre				
December	240	131	314	322
Décembre				
1920				
January	251	151	379	333
Janvier				
February	252	156	393	342
Février				
March	256	138	353	351
Mars				
April	268	138	370	354
Avril				
May	275	146	402	368
Mai				
June	272	164	446	382
Juin				
July	265	168	445	409
Juillet				
August	253	188	476	417
Août				
September	245	185	453	425
Septembre				
October	227	198	449	419
Octobre				

Annexe.

Exposé sur la Monnaie et le Change
fait par les Délégués Allemands à la
Conférence Financière.

Annex.

Statement on Money and Currency
submitted by the German Delegates
at the Financial Conference.

I.—DÉVELOPPEMENT DE LA CIRCULATION MONÉTAIRE EN ALLEMAGNE.

C'est au moyen de chiffres que l'on peut dresser le tableau le plus clair de la circulation monétaire. Comme les monnaies d'or et d'argent ont disparu de la circulation en Allemagne, et que les *billets de la Reichsbank* et les *bons des Caisses de prêt du Reich* (Reichsdarlehnskassenscheine) sont seuls employés dans les paiements, on a ajouté comme annexe un tableau du développement de cette circulation fiduciaire depuis le commencement de la guerre. Le tableau montre que la circulation totale, qui s'élevait à 1.9 milliard de marks le 23 juillet 1914, est montée à 71.7 milliards le 31 août 1920. La petite monnaie divisionnaire, les bons de Caisse du Reich (Reichskassenscheine), les billets des banques d'émission privées et les coupures subsidiaires municipales ne sont pas envisagés ici, car le montant auquel ils s'élèvent n'influence pas le tableau du développement. Si on les faisait entrer en ligne de compte, la circulation à la fin d'août 1920 s'augmenterait d'environ 7 ou 800 millions de marks. Avant la guerre, il y avait encore, à côté du papier-monnaie et de la monnaie divisionnaire, environ 3½ milliards de marks en *monnaie d'or et d'argent* en circulation en Allemagne (non compris l'encaisse de la Reichsbank), savoir : 2½ milliards de marks représentant la circulation de l'or, et ½ milliard de marks, celle de l'argent. Entretemps, les *monnaies d'or* du Reich n'ont pas seulement disparu de la circulation, mais—abstraction faite de l'encaisse de la Reichsbank—elles ont presque totalement disparu de l'Allemagne en général. On sait que la Reichsbank a très bien réussi à retirer de la circulation les monnaies d'or pendant les premières années de la guerre, à l'exception des sommes que des particuliers ont accaparées ou emportées à l'étranger avant le décret interdisant l'exportation de l'or (novembre 1915). La Reichsbank a dû envoyer à l'étranger pendant la guerre, jusqu'à l'armistice, un milliard de marks en chiffres ronds destinés surtout à l'achat de vivres et d'articles de première nécessité; en outre, après la conclusion de l'armistice et aux termes de l'accord de Bruxelles, elle a dû payer à l'Entente une autre somme en or s'élevant à un peu plus d'un milliard de marks, également pour l'achat de vivres; en conséquence les réserves en or de la Reichsbank, comme le montre le tableau annexé, sont inférieures actuellement d'un quart de milliard de marks en nombre rond à ce qu'elles étaient avant le commencement de la guerre (23 juillet 1914)—les dentistes et industriels n'ont reçu, pour les besoins de leurs spécialités, que des quantités insignifiantes—et le trésor en or ainsi diminué (actuellement 1091.7 millions de marks) représente la seule réserve dont l'Allemagne peut tenir compte puisqu'il n'y a plus de monnaie d'or en circulation. Actuellement, la réserve en or de la Reichsbank ne *couvre encore les billets de banque* et les *bons de Caisse du Reich et de Caisses de prêt* que jusqu'à concurrence de 1.5 pour cent., alors que la couverture en or des billets de la Reichsbank s'élevait (23 juillet 1914) à 71.8 pour cent. avant la guerre, et que la valeur de l'or qui circulait à cette époque en Allemagne, y compris les réserves des banques d'émission, dépassait de beaucoup la somme du papier-monnaie émis.

Les *monnaies divisionnaires d'argent* qui circulaient autrefois, n'entrent également plus aujourd'hui en ligne de compte comme mode de paiement légal. L'augmentation du prix de l'argent, qui, à certaines époques, s'élevait à douze fois la valeur nominale des pièces (100 marks = 1 livre fine), a eu pour conséquence que les monnaies d'argent ont été en partie accaparées ou employées à des buts industriels ou, ont été écoulées à l'étranger, où le prix de l'argent était encore considérablement plus élevé qu'en Allemagne. Il parut donc nécessaire de retirer de la circulation les monnaies d'argent du Reich (Arrêté du 13 avril 1920, Reichs-Gesetzbl., page 521). Pour empêcher que ces monnaies d'argent ne fussent complètement perdues pour des buts d'étalon, la Reichsbank se trouva forcée d'acheter des monnaies d'argent à un prix qui dépassait celui de la valeur nominale et qui correspondait au prix de l'argent sur le marché. D'après le bilan du 31 août 1920, elle disposait d'une provision d'argent fin de 1 million de kilogrammes, en chiffre rond, et d'une valeur de 1¼ milliard de marks, également en chiffre rond, d'après la valeur notée dans ses livres et sur le marché. Ces sommes figurent sous la rubrique "Actifs divers." Avant le commencement de la guerre (23 juillet, 1914), la Reichsbank disposait d'une encaisse d'argent qui s'élevait à 326 millions de marks = 1.63 millions de kilogrammes d'argent fin; en outre, comme nous l'avons indiqué, plus du double de cette somme se trouvait en circulation. Dans le courant de la guerre, les réserves de la Reichsbank passèrent presque entièrement dans la circulation, de sorte qu'il ne lui en resta plus qu'une très petite quantité; le niveau le plus bas, celui de 14.2 millions de marks d'après le bilan du 15 janvier, 1920, fut atteint un peu avant que la Reichsbank eût décidé d'acheter, au prix noté sur le marché, les monnaies d'argent en circulation.

La *couverture d'un tiers* des billets de la Reichsbank par l'*encaisse métallique* prescrite dans la législation bancaire ne put être maintenue pendant les dernières années qu'à l'aide des sommes en bons de Caisses de prêts que la Reichsbank, en sa qualité de caissière des Caisses de prêt du Reich, recevait par suite du remboursement de prêts, et qui, en vertu de la loi concernant les Caisses de prêt du 4 août 1914 (Reichs-Gesetzbl., page 340) peuvent servir de couverture au comptant pour les billets. A vrai dire, la Reichsbank a dû continuellement mettre en circulation, une grande partie des bons que lui rendaient les Caisses de prêt, afin de pouvoir satisfaire les besoins considérables de numéraire dans les transactions. D'après la situation du 31 août 1920, la Reichsbank avait en sa possession 18.6 milliards de marks en bons de Caisses de prêt; et 13.2 milliards de marks se trouvaient en circulation hors de la Banque.

Comme le reste de la *couverture—dite bancaire—des billets de la Reichsbank* se compose, pour environ 88 pour cent., de bons du Trésor du Reich, et que les nantissements des Caisses de prêt sont aussi formés pour la plus grande partie par des bons du Reich, le caractère du papier-monnaie qui circule en Allemagne se rapproche en effet actuellement, en quelque sorte, du caractère du papier-monnaie du Reich. En ceci, il faut, il est vrai, tenir compte de ce que, pour les Caisses de prêt, il existe encore à côté des nantissements une autre sûreté, la garantie du débiteur d'un prêt, responsable avec toute sa fortune, et que, en face des passifs de la Reichsbank, les autres actifs forment une contre-valeur assez importante.

La formation de la *dette flottante du Reich* a été d'une importance décisive pour le développement de la circulation monétaire. L'augmentation de la dette flottante est sans doute une des causes des plus importantes et, actuellement, la cause principale de l'extension de la circulation monétaire. Le Reich pour faire face à ses engagements a l'habitude d'escompter dans la Reichsbank des bons du Trésor. Les paiements se font en argent comptant, soit par virements. Mais l'expérience nous apprend que les sommes payées au moyen de virements sont bientôt prélevées et transformées en argent comptant. Tandis que, le 23 juillet 1914, la Reichsbank n'avait en sa possession que 315 millions de marks au bons du Trésor, cette somme s'est élevée jusqu'au 31 août 1920

(a)—THE DOMESTIC CIRCULATION.

The development of the German monetary system is best illustrated by a quantitative statement on the monetary circulation. As gold and silver coins as a means of payment in Germany have disappeared from circulation, and practically only *Notes of the Reichsbank* and *Reichsdarlehnskassenscheine* come into consideration, a statement giving the circulation of these two kinds of money since the outbreak of war is appended. It shows that the entire circulation of 1.9 milliard marks (on 23rd July, 1914) has risen to 71.7 milliard marks (on 31st August, 1920). The small coins, *Reichskassenscheine*, notes of the private banks of issue, and the municipal subsidiary money, which also are in circulation, cannot, on account of the comparative unimportance of the amounts issued, change the picture and do not call for consideration. If they were included in the calculation, the circulation at the end of August, 1920, would be raised by about 7 or 8 hundred million marks. Before the war, besides the paper money and small coinage, there were in circulation still in Germany about 3½ milliard marks in *gold and silver coin* (the stock in the Reichsbank is not included in this amount); the circulation of gold was about 2½ milliard marks, and the circulation of silver about ½ milliard marks. Meanwhile the *Reich gold coins* have not only disappeared from circulation, but—setting aside the stock in the Reichsbank—almost entirely from Germany. As is known, the Reichsbank during the first war-years withdrew gold coins from circulation with great success, excepting the amounts which, especially before the issue of the decree prohibiting the export of gold (November, 1915), have been privately carried into foreign countries and those which have been hoarded. As, however, during the war, till the Armistice, the Reichsbank had to send about a milliard marks into foreign countries, especially for the supply of food and the most necessary articles, and as, further, after the conclusion of the Armistice an additional sum (to the amount of somewhat over a milliard marks in gold) had likewise, by the Brussels Agreement, to be handed over to the Entente for procuring food, the stock of gold in the Reichsbank is at present, as the appended table shows, about a quarter of a milliard less than it was before the outbreak of war (23rd July, 1914). For dentistry and industrial purposes only unimportant amounts have been paid out. This decreased gold reserve (at present 1,091.7 million marks) forms, as gold coins are no more in circulation, the only gold reserve of Germany which comes into consideration for currency purposes. The gold stock of the Reichsbank covers the *circulation of banknotes, of Reichskassenscheine and Darlehnskassenscheine* at the present time with the exceedingly low percentage of 1.5 per cent.; whilst the cover before the war (23rd July, 1914) was 71.8 per cent., and the amount of the gold coin in circulation at that time altogether in Germany, including the stock of banks of issue, was much higher than the amount of the paper money issued

**Reichsbank
Notes and
Reichsdarlehns-
kassenscheine.**
Appendix I.

**Gold and Silver
coin.**

Appendix II.

**The gold cover of
Banknotes and
Kassenscheine.**

The *silver coin* formerly in circulation likewise comes no more into consideration as a legal means of payment. The augmentation of the price of silver, which for a time amounted in Germany to twelve times the nominal value of coined money (100 marks = 1 pound fine) produced the result that the German silver coins have been partly hoarded or used for industrial purposes, and have partly flowed into foreign countries, where the price of silver has been higher than in Germany. It appeared desirable, therefore, to withdraw German silver coins from currency (Decree of 13th April, 1920, *Reichs-Gesetzbl.*, page 521). In order to hinder this silver from being altogether lost for currency purposes the Reichsbank was induced to buy the silver coins at a price depending on the market price of silver, which exceeded the nominal value. According to the position on 31st August, 1920, the Reichsbank disposed of a stock of about 1 million kilos of silver in book and market values amounting to 1½ milliard marks, which figure under their "other assets." Before the beginning of the war (23rd July, 1914) the Reichsbank had disposed of stocks of silver coins to the amount of 326 million marks = 1.63 million kilos fine; whilst besides, as mentioned already, more than double that amount was in circulation. During the course of the war the stocks of the Reichsbank had gone almost entirely into circulation, so that its stocks were generally at a minimum. The lowest level was reached, according to the statement of 15th January, 1920, with 14.2 million marks, shortly before the Reichsbank decided to buy silver coins in circulation at the market price.

The cover in cash to the amount of one-third (*Drittelbardeckung*) of the notes of the Reichsbank, which is laid down in the Bank Act, could only be maintained during the last years through the aid of the stock of the *Reichsdarlehnskassenscheine* which flowed into the Reichsbank in its capacity as the head of the *Reichsdarlehnskassen*, in repayment of amounts advanced to the *Darlehnskassen* which, on the basis of the *Darlehnskassengesetz*, of 4th August, 1914 (*Reichs-Gesetzbl.*, page 340) can be used as cash cover for the notes. The Reichsbank had continually to pay out again a great part of the *Darlehnskassenscheine* which had been conveyed to it through the *Darlehnskassen* in order to satisfy the urgent need of money for circulation. According to the position on 31st August, 1920, there were in the possession of the Reichsbank 18.6 milliard marks in *Darlehnskassenscheine*; outside the Reichsbank there were 13.2 milliard marks in circulation.

**One-third cash
cover of the
Notes of the
Reichsbank.**

As the other cover, that is, the so-called *banking cover of the notes of the Reichsbank*, consists of about 88 per cent. of Treasury Bills, and as, also, the securities of the *Darlehnskassen* chiefly consist of Reich bonds, the character of the paper currency in Germany somewhat approaches that of Reich paper money. It must, however, not be lost sight of that the *Darlehnskassen*, together with the pledges, still possess the further security, existing in the guarantee of the clients of the *Darlehnskasse* bound up to the value of their entire capital, and that the other assets of the Reichsbank form in respect to the liabilities a counter-value which is not to be under-estimated.

Of decisive importance for the circulation was the Reich floating debt. The increase of the floating debt is undoubtedly one of the most important causes and, at the time being the chief cause, of the increase of the circulation. The Reich is accustomed to discount Treasury Bills at the Reichsbank in order to fulfil its obligations. Payments are made partly in cash, partly by transferring credits. Experience teaches, however, that the amounts credited on accounts are also soon realised and converted into cash. Whilst on 23rd July, 1914, only 315 million marks in Treasury Bills were in the possession of the Reichsbank, the amount had risen by 31st August, 1920, to 40.9 milliard marks. The entire obligation of the Reich from discounted Treasury Bills

**Bank cover of
the Notes of the
Reichsbank.**

Appendix III.

Annexe III.

à 40·9 milliards de marks. La totalité des engagements du Reich provenant des bons du Trésor escomptés se chiffre en même temps à 129·4 millions de marks. Ce chiffre qui représente principalement ce que l'on appelle la dette flottante du Reich, est moins favorable que ne l'indiqueraient les encaisses des bons du Trésor de la Reichsbank. Il faut attribuer ce fait à ce qu'il était et qu'il est toujours possible à la Reichsbank de revendre de grandes quantités de bons du Trésor à des banques, des Caisses d'épargne, des entreprises industrielles et commerciales, des particuliers, &c., puisque l'économie allemande a été liquidée pendant la guerre, et que, par suite du manque de matières premières, de charbon, &c., on n'a pas encore trouvé de meilleur placement pour les sommes liquides que les bons du Trésor du Reich. D'après la situation au 31 août 1920, il se trouvait 88·6 milliards de marks en bons du Trésor en dehors de la Reichsbank.

Le développement de la dette flottante du Reich et l'accroissement de la circulation monétaire offrent, pour la période qui a suivi le désastre de l'Allemagne, un tableau tout particulièrement défavorable. La dette flottante qui, jusqu'au 31 octobre 1918, en quatre années et trois mois de guerre, s'était élevée à 48·2 milliards, est montée depuis lors, c'est-à-dire dans les 22 derniers mois, à un total de 129·4 milliards de marks soit un accroissement de 81·2 milliards de marks. Parallèlement, la circulation des billets émis (billets de la Reichsbank, bons de Caisse du Reich et bons des Caisses de prêt) s'est accrue approximativement, du 23 juillet 1914 au 31 octobre 1918, de 24·2 milliards de marks et, depuis lors jusqu'à la fin d'août 1920, d'une autre somme de 45·6 milliards de marks. Les causes qui ont déterminé ce développement si défavorable résident, en dernière analyse, dans l'incertitude relative à l'avenir économique et politique de l'Allemagne. Cette situation résulte de la défaite et des dures conditions de la paix, qui, au surplus, n'apparaissent pas encore positivement dans toutes leurs conséquences au point de vue financier. L'étranger se tient sur la réserve en ce qui concerne le crédit, les matières premières et les vivres. A l'intérieur du pays, les hommes sont physiquement affaiblis, les machines, les moyens de transport et la propriété foncière sont délabrés, sans qu'une amélioration réelle ait été possible. Les conséquences de cette situation sont le recul de la production, la hausse des prix, l'élévation des salaires. Il faut y ajouter la dépréciation du change, la fuite du capital et l'accaparement de l'argent, qui entravent l'application d'une politique fiscale rigide. Dans ces conditions, l'augmentation de la dette flottante du Reich, et l'inflation monétaire qui en résulte, étaient inévitables et dureront jusqu'à ce que l'on puisse se faire une idée plus claire et plus exacte de l'avenir économique et politique du pays, et jusqu'à ce que le Reich puisse au moins couvrir ses dépenses courantes par ses propres revenus.

Parmi les charges qui incombent au Reich par suite de l'achat des chemins de fer, de la Convention de Spa et du remboursement des frais de guerre payés par les Etats confédérés, charges qui se montent approximativement à plus de soixante milliards, les unes n'ont pas encore été amorties (et c'est le plus grand nombre), et les autres ne l'ont été que dans une faible mesure, et cependant, la circulation des bons du Trésor; par suite des dépenses extraordinaires et ordinaires du Reich (défalcation faite de la rentrée des anciens et des nouveaux impôts) s'est élevée déjà, pendant les 5 premiers mois de l'année budgétaire courante, c'est-à-dire du 1^{er} avril à la fin d'août 1920, à 40 milliards de marks à peu près. Si l'on admet seulement une augmentation équivalente pour les mois qui vont suivre, l'année budgétaire courante apportera une nouvelle charge de 80 milliards, à peu près, en bons du Trésor.

II.—FORMATION DU BILAN DE PAIEMENT À L'ÉTRANGER ET BAISSÉ DU CHANGE ALLEMAND.

Bilan de commerce.

Avant la guerre, le bilan de paiement allemand était devenu plus favorable d'année en année. En ce qui concerne le bilan commercial, c'est-à-dire le poste le plus important du bilan de paiement, les importations en Allemagne atteignaient en 1913 la somme de 10·8 milliards de marks. L'exportation atteignait, de son côté, un total de 10·1 milliards de marks, de sorte que l'importation était presque équilibrée par l'exportation. En tout cas, les autres postes actifs de notre bilan de paiement, et en particulier le bénéfice provenant de nos transports internationaux par eau et par terre, ainsi que le produit de nos créances sur l'étranger, notamment les revenus de la propriété allemande en valeurs étrangères, non seulement couvraient le passif restant, mais, en outre, apportaient à l'Allemagne un excédent d'or ou d'autres valeurs qui augmentait la propriété nationale allemande.

La guerre mondiale a changé du tout au tout cette situation si favorable. Dans la période qui va du commencement d'août 1914 jusqu'à la fin de décembre 1918, le total des exportations allemandes se montait seulement à 16·5 milliards de marks, tandis que celui des importations se chiffrait par 31·8 milliards. Du début de janvier 1919 jusqu'à la fin d'avril 1920—(les chiffres les plus récents nous manquent encore)—les exportations ont été évaluées à 27·1 milliards, tandis que, dans le même laps de temps, les importations ont atteint le total de 55·3 milliards. Il convient assurément de remarquer, à ce sujet, que les importations pour l'année 1920 ont encore essentiellement dû être calculées par l'Office de Statistique du Reich sur la base de la valeur ayant eu cours en 1919. Il n'est actuellement possible d'obtenir que des données approximatives, si l'on veut baser ce calcul sur la valeur réelle de 1920. Cette évaluation suppose, en tout cas, une majoration, à cause de la hausse des prix qui est précisément survenue dans les premiers mois de cette année et de la dépréciation du change qui a marqué les mois de janvier à mars 1920. On doit aussi considérer que les chiffres des exportations comprennent le montant des livraisons faites aux termes du Traité de Paix et, qui ne rapportent aucun bénéfice. Dans ces conditions, l'excédent des importations allemandes sur les exportations depuis le début de la guerre jusqu'à la fin d'avril 1920 peut être évalué à la somme approximative de 55 milliards et jusqu'à la fin d'août 1920, à 70 milliards de marks environ. Cet excédent d'entrées s'accroît encore des importations que nos anciens alliés ont faites à nos frais pendant la guerre, importations qui peuvent être évaluées à 5 ou 6 milliards. Il faut ajouter à cela que, notamment depuis le milieu de l'année dernière, c'est-à-dire après la levée du blocus de l'Allemagne, une importation illicite, échappant à la statistique, mais extraordinairement considérable, s'est exercée par la frontière des territoires occupés, le contrôle en était plus ou moins soustrait aux autorités allemandes pendant cette période. L'importance de ces entrées a été évaluée par les spécialistes à plusieurs milliards de marks par mois. Si l'on admet—comme on l'a fait dans le mémoire de Spa sur "La solvabilité de l'Allemagne au point de vue des Réparations" (page 14)—que ces importations ont approximativement atteint le chiffre de 13 milliards de marks jusqu'à la fin de février 1920 et que, par suite de la récente fermeture de la "brèche douanière de l'Ouest," ces chiffres sont restés invariables jusqu'à la fin d'août 1920: si, d'autre part, on fixe à 5 milliards de marks le chiffre des exportations pendant la période où la frontière douanière était dépourvue d'un contrôle régulier, l'excédent d'importations dont nous avons parlé plus haut et que nous avons évalué à 70 milliards de marks s'élève, par l'adjonction de ces derniers facteurs, de 13 milliards de marks au moins et atteint la somme d'environ 83 milliards de marks.

at the same time amounted to 129.4 milliard marks. These figures, representing the so-called Floating Reich Debt, are therefore much more unfavourable than is indicated by the Reichsbank's holdings of Treasury Bills. This is to be attributed to the fact that it was, and still is, possible for the Reichsbank to sell large amounts of Reich Treasury Bills to banks, savings banks, industrial and mercantile enterprises, private persons, etc., because the German economy has, to a considerable extent, been liquidated during the war, and because, in the meanwhile, owing to want of raw material, coal etc., there could be found no more satisfactory employment for liquid capital in sufficient measure than Reich Treasury Bills. According to the position on the 31st August, 1920, there existed, outside the Reichsbank, Treasury Bills to the amount of 88.6 milliard marks.

The question of the Floating Reich Debt and of the money circulation presents a specially unfavourable picture for the period after the breakdown of Germany. The Floating Debt, which had increased by 31st October, 1918, in 4½ war-years to 48.2 milliard marks, has since then, during the last twenty-two months, risen further by 81.2 milliard marks. In comparison with this, the circulation (notes of the Reichsbank, Reichskassenscheine and Reichsdarlehenskassenscheine) increased from 23rd July, 1914, to 31st October, 1918, by 24.2 milliard marks, and since then to the end of August, 1920, by another 45.6 milliard marks. The reasons for this recent unfavourable development are to be found in the uncertainty regarding the economic and political future of Germany. They are the consequences of the lost war and of the heavy peace conditions, which, moreover, in their financial terms are not even defined. Foreign countries are withholding credits, raw material and food supplies. In the country itself men, machines, transport, real estate, have all been brought down economically by the long war, without any possibility, up till the present time, of effectual improvement. The consequences are: decline of production, rise of prices and wages, depreciation of the exchange, and, in addition, flight of capital and the hoarding of money, which render the carrying out of a strict taxation policy difficult. An increase of the Floating Reich Debt and of the circulation connected with it were unavoidable under these circumstances, and will remain so till better prospects for the economic and political future of Germany have been created, and till the recurring expenditure of the Reich is at least covered by national revenue. Although the obligations accruing to the Reich by the transfer of the railways to the Reich, by the Spa Agreement, and by the repayment of expenses made by the Federal States in lieu of the Reich (estimated at more than 60 milliard marks), have up till the present been met, part only partially and part not at all, the circulation of the Treasury Bills during the first five months of the current Budget year, *i.e.*, from 1st April till the end of August, 1920, has already increased to about 40 milliard marks in consequence of the other ordinary and extraordinary expenditure of the Reich, after deducting the proceeds from the old and new taxes. If an augmentation during the next months of a similar amount may be anticipated, the Budget year would altogether produce a new debit of Treasury Bonds of about 80 milliard marks.

(b) THE BALANCE OF PAYMENT WITH FOREIGN COUNTRIES AND THE GERMAN FOREIGN RATES OF EXCHANGE.

The German balance of payment before the war was becoming from year to year more favourable for Germany. As regards the balance of trade, the most important item of the balance of payment, the imports **Balance of trade.** into Germany, reached in the year 1913 10.8 milliard marks. On the other hand, there were exports to the value of 10.1 milliard marks, so that the imports nearly balanced the exports. In any case, the other items on the credit side of the balance, especially the profits from the international transport by land and sea, as well as the profits from our claims against foreign countries, the proceeds from the German foreign investments, covered not only the remaining difference, but resulted in a surplus of gold and other values which increased the German national wealth.

The world war has completely reversed this favourable balance. In the period from the beginning of August, 1914, to the end of December, 1918, the entire exports of merchandise from Germany amounted only to 16.5 milliard marks, whilst the imports amounted to 31.8 milliard marks. From the beginning of January, 1919, to the end of April, 1920—later figures are not yet available—the exports amounted to 27.1 milliard marks, the imports during the same period to 55.3 milliard marks. It should be observed that the imports for the year 1920 had to be calculated by the Reich statistic office chiefly on the basis of the values for the year 1919. The proper value for the year 1920 can only at the moment be estimated; it requires, in any case, a supplement for the months of January to March, 1920, on account of the augmentation of price and of the depreciation of the exchange, which set in during the first months. It is further to be observed that in the export figures are included the deliveries made under the Peace Treaty, which do not affect the credit side of the balance of payment. Under these circumstances the surplus of the German imports of merchandise over the German exports of merchandise can be calculated, since the outbreak of war to the end of April, 1920, at 55 milliard marks, in round figures, and to the end of August, 1920, with a guarded estimate, at perhaps 70 milliard marks. This surplus of imports is augmented by the imports effected by our former Allies during the war at our expenses; these can be estimated at from 5 to 6 milliard marks. Further, it must be added that, especially since the middle of last year, that is to say, after the raising of the blockade against Germany, there streamed in over the frontiers of the occupied territory (the control of which was temporarily, more or less, withdrawn from the German authorities) a statistically undefined, but exceedingly high, illegitimate import, the dimensions of which have been estimated by experts at several milliard marks per month. If the estimate is made, as was done in the "Spa Memorandum on Germany's solvency for the purpose of reparation," page 13, to the end of February, 1920, 13 milliard marks, and if it is assumed that this figure has not changed to the end of August, 1920, because lately the "gap in the West" can be looked upon as having been stopped, if, further, the exports during the time of the inefficient frontier control are calculated at 5 milliards, the above-stated surplus of imports of 70 milliard marks would have been raised by the later-mentioned factors by at least 13 milliard marks—that is to say, to about 83 milliard marks.

Dans ce total, il y a approximativement 63 milliards de marks d'excédent pour la seule période qui a suivi le désastre de l'Allemagne, c'est-à-dire, celle qui commence en janvier 1919. Il importe de remarquer à ce sujet que ni le chiffre des importations ni celui des exportations ne représentent des quantités de marchandises équivalentes à celles qu'auraient signifiées les mêmes chiffres avant la guerre, car les prix des marchandises ont considérablement monté, par suite de leur rareté croissante et d'autre part, par suite de la dépréciation du change allemand.

Moyens de couvrir l'excédent des importations. Transports internationaux et placements de capitaux à l'étranger. Or, valeurs, crédits.

En ce qui concerne les *moyens de couvrir l'excédent des importations*, on n'a pu, depuis le début de la guerre, faire effectivement appel aux ressources qu'apporte le *trafic des transports internationaux*; de même, la plus grande partie du produit des capitaux placés à l'étranger (valeurs, entreprises, etc.) est restée sans profit pour l'Allemagne. A la suite du Traité de Paix, les relations économiques sont devenues d'autant plus mauvaises que l'Allemagne a perdu la plus grande partie de sa flotte marchande et de ses capitaux placés à l'étranger. A l'avenir, elle ne pourra donc plus compter sur cette source de bénéfices. Au contraire, l'Allemagne aura à payer de lourds tributs à l'étranger pour l'expédition de ses marchandises. On peut évaluer approximativement ces charges nouvelles à plus d'un milliard de marks-or par an.

Le déficit du bilan commercial n'a pu être couvert, pendant la guerre, que par de l'*or*, des *valeurs* ou des *crédits*. C'est à ces trois moyens qu'il faudra encore faire appel—mais surtout au dernier—pour couvrir les déficits.

En ce qui concerne l'*or*, la Reichsbank et le commerce privé en ont livré à l'étranger depuis le mois de juillet 1914 pour une valeur d'un peu plus de deux milliards de marks-or, qui ont dû servir à couvrir des importations se montant à environ 5 milliards de marks environ en marchandises.

En ce qui concerne les *valeurs* étrangères et nationales, il résulte d'une enquête tenue constamment à jour par la Reichsbank que, depuis le début de la guerre jusqu'à la fin d'août 1920, on a vendu à l'étranger pour environ 17 milliards de valeurs, soit 4 milliards de titres étrangers et 13 milliards de papiers émis en Allemagne. Pour les derniers mois, ces chiffres ne reposent que sur des données approximatives, car, depuis quelque temps, les grandes banques de Berlin n'ont plus été en mesure de fournir aucun chiffre par suite de la surcharge de travail imposée aux employés.

De l'excédent d'importation de 83 milliards dont il a été question plus haut, 22 milliards environ ont été couverts par la sortie d'or et des ventes de valeurs. Si l'on compte encore environ 10 milliards pour les ventes dont la Reichsbank, n'a pas eu connaissance—ventes licites ou illicites (envois de capitaux clandestins à l'étranger)—il reste ainsi plus de 50 milliards pour la couverture desquels on a dû recourir provisoirement à des opérations de crédit, c'est-à-dire à des opérations en monnaie étrangère ou nationale ainsi qu'au paiement en mark-papier. Ces méthodes de règlement de compte ne représentent naturellement qu'un paiement provisoire de la dette et impliquent un risque continu pour notre change. Les crédits doivent être couverts à échéance, ce qui rend nécessaire l'exportation d'or, de valeurs ou de marchandises. Il est à remarquer, à ce sujet, que même l'exportation des valeurs ne produit aucun amortissement définitif de la dette, surtout, lorsqu'il s'agit de papiers à courte échéance, entre autres de bons de Trésor. En attendant une couverture définitive du crédit, de lourdes charges, les intérêts et les frais subsidiaires qui doivent être payés pour une grande partie en monnaie étrangère, pèsent continuellement sur le cours de notre change. La monnaie-mark qui s'est répandue à l'étranger peut être renvoyée en Allemagne à tout moment et ne peut être couverte en fin de compte également qu'avec de l'or, des valeurs ou des marchandises.

On ignore à combien se monte la somme des opérations de crédit réalisées par les Allemands à l'étranger pendant et depuis la guerre, vu que toutes les classes de la population ont participé à ces affaires. Les crédits obtenus à l'étranger par la Reichsbank ou ceux qui ont été garantis par elle s'élèvent—suivant le cours de fin août 1920, à 500 millions de marks-or équivalant à environ 5½ milliards de marks-papier. La monnaie en marks qui se trouve à l'étranger (non seulement provient du trafic commercial, mais, par exemple, aussi celle qui représente les capitaux en fuite) peut être évaluée à 20 milliards de marks environ. Il est impossible de fournir ici des chiffres authentiques; mais ce qui est certain, c'est qu'en Belgique et en France, environ 8 milliards de marks en monnaie allemande avaient été changés à la population au cours de 1·25 franc pour 1 mark, et que les deux gouvernements détiennent toujours cette somme. Pour le reste, on ne peut risquer que de vagues évaluations*; il faut d'ailleurs remarquer que toutes les classes de la population spéculent sur le mark. D'après ces évaluations, la somme de 12 milliards de marks admise ici ne peut, en aucune manière, être considérée exagérée. Le montant du mark-papier porté au crédit étranger dans les banques allemandes pour des opérations commerciales est évalué à 20 ou 25 milliards de marks. L'augmentation énorme du nombre des créanciers sur les banques de crédit allemandes, consécutivement à la débâcle de l'Allemagne, doit être attribuée pour une grande partie aux dépôts faits par l'étranger. On ne peut non plus évaluer les importantes sommes en marks que le commerce privé doit à l'étranger, et qui viendront à échéance ultérieurement.

Passivité persistante du bilan de paiement—et du bilan commercial.

Le bilan de paiement se présente sous un aspect particulièrement grave pour l'Allemagne, d'autant plus qu'il existe à cet égard peu de chances d'amélioration. D'une part, il est impossible de prévoir, quand pourra être définitivement amorti l'excédent d'importations mentionnées plus haut. D'autre part, vu la situation économique de l'Allemagne et vu aussi le développement particulier des prix et du change, la balance commerciale, comme on peut le prévoir, restera encore de longues années très défavorable, surtout si l'Allemagne réussit à importer des vivres et des matières premières en quantité nécessaire. Vraisemblablement dans l'avenir une partie des importations comprendra des articles de consommation qui, comme cela s'est fait jusqu'à présent, seront consommés avant d'être payés. La réserve nationale d'or qui se trouve presque toute entière dans les caisses de la Reichsbank, ainsi qu'on l'a dit plus haut, ne peut être réduite davantage. Les valeurs étrangères possédées par l'Allemagne ne constituent aucune réserve appréciable. En particulier, la réserve allemande de valeurs neutres peut être considérée comme déjà vendue.

Cours du change. Annexe IV.

Etant donné le bilan de paiement, le mauvais état du *change allemand* à l'étranger n'a rien qui puisse surprendre. Les données ci-jointes sont une illustration du mouvement de ce change et du développement de la dépréciation du mark sur les marchés les plus importants. Il en est résulté qu'une situation toujours plus précaire n'aurait pu se développer depuis la débâcle de l'Allemagne. Tandis que la dépréciation du mark fin octobre 1918 à Amsterdam, Stockholm et Zurich avait atteint environ 42 pour cent., elle s'était accentuée vers février 1920 et, sur les mêmes marchés, elle s'était établie à 95 pour cent. en moyenne. Si, entre temps, par suite de causes variables—telles que certaines circonstances inattendues et favorables qui se sont produites sur les marchés commerciaux, l'amélioration

* Par exemple, les journaux ont évalué le capital en marks possédé par la France (y compris la propriété de l'Etat) à 3·2; par la Hollande, à 3—4; par la Suisse, à 3; par le Danemark, à 1½—2; par l'Espagne, à 3; et par le Luxembourg, à 0·2 milliards.

Of this surplus of imports, 63 milliard marks alone are estimated to be due to the period following the breakdown of Germany, that is to say, since the beginning of 1919. It must also be taken into consideration that neither the import nor the export figures represent quantities of merchandise which would have corresponded to equal values before the war, as the prices of the merchandise have been greatly increased, partly on account of the increasing scarcity of merchandise and partly on account of the depreciation of the German exchange.

For the cover of the surplus of imports the revenues from freights came scarcely into consideration since the outbreak of war and, likewise, the greater part of the revenues from foreign investments could not be collected by Germany. In consequence of the Peace Treaty the circumstances have grown much worse, Germany having lost practically all her ships and her foreign investments. These revenues are, therefore, in future no longer at our disposal. On the contrary, Germany will have to pay high tribute for the transport of her own merchandise to foreign countries, which, on an estimate, will amount to more than one milliard gold marks annually.

Cover of the import surplus.
Foreign freights and investments.

The deficit of the balance of trade could during the war only be covered by gold securities and credits, and also in future only these, especially the last, will come into consideration.

Gold, securities and credits.

In gold since July, 1914, somewhat more than two milliards of gold marks have been paid to foreign countries by the Reichsbank and private traders, with the proceeds from which the import of about 5 milliard marks of merchandise might be covered.

In securities, foreign and inland, according to enquiries conducted by the Reichsbank, from the outbreak of war to the end of August, 1920, about 17 milliard marks have been sold to foreign countries, of which about 4 milliards were foreign and the balance of 13 milliards German. These figures are partly based on estimates, because figures could for some time not be supplied by the large Berlin banks which were chiefly concerned, on account of excess work.

By the export of gold and securities, an estimated 22 milliards of the surplus of imports, above calculated to be about 83 milliard marks, have consequently been paid. If about 10 milliards are reckoned for sales of securities which have not been made known to the Reichsbank—be they legitimate or illegitimate “transfer of capital to foreign countries”—the balance of over 50 milliard marks must have found provisional cover by credits, that is to say, operations of credit in foreign or domestic exchange, as well as payment in mark-notes. These means of payment naturally do not present a final but only a temporary discharge of the debt, and signify a continual danger to our currency; for the credits must be redeemed when they fall due, when a renewal is not possible, and then they again necessitate the export of gold, securities or merchandise. Moreover it is to be observed that the export of securities also does not produce a final redemption of the debt, especially not in the case of short term paper (Treasury Bills, etc.). Before final discharge of the credit, the payment of interest and expenses, which, to a considerable extent, must be paid in foreign exchange, is continually burdening our exchange. The means of payment in marks which have flowed into foreign countries may be returned to Germany at any time, and in the end can likewise only be met by gold, securities or merchandise.

How great the credit operations, conducted by Germany during the war and afterwards in foreign countries may be according to the present state of the exchange, is not known, as the most various classes of the population are participating in them. The credits taken up by the Reichsbank in foreign countries, or guaranteed by it, amount, according to the position at the end of August, 1920, to about 500 million gold marks, equal to about 5½ milliard paper marks. The mark notes which are in foreign countries—not simply as the result of trade in goods, but, for instance, of the flight of capital—might be estimated at about 20 milliard marks. Accurate figures can also not be given here; it is only certain that in Belgium and France about 8 milliard marks of German money have been exchanged by the native population at the rate of 1·25 francs for 1 mark, and have since then remained in the possession of the two Governments. As for the rest, only vague estimates are available,* in which the fact is emphasised that all ranks of the population are speculating in mark notes. According to these estimates the amount of 12 milliards assumed here can in no event be considered too high. The amount of paper marks with which foreigners have been credited by German banks for sales of merchandise is estimated at from 20 to 25 milliard marks. The great increase in the creditors of German credit banks, especially after the breakdown of Germany, might to an appreciable extent be due to the deposits of foreign countries. Likewise it is not possible to estimate the amount of marks for payments of which foreigners have granted a respite to German merchants, but it must be considerable.

The balance of payment is all the more serious for Germany, as there is very little prospect of an improvement. It is, on the one hand, impossible to tell when the last and, as above-mentioned, provisionally settled part of the surplus of the imports can be finally extinguished. On the other hand, considering the economic position of Germany, especially also price movements and the exchanges, the balance of trade will presumably remain very unfavourable for many years to come, particularly if Germany succeeds in importing food supplies and raw materials in the required quantities. As till now, so probably also in the future, a portion of the imports will consist of consumable goods which will be consumed before finally paid for. The national reserve in gold, which is composed almost wholly of the cash in the Reichsbank, can also, as above indicated, not possibly be further diminished. The German holdings of foreign securities no longer constitute a reserve worth considering. In particular, the German stock of neutral securities is as good as sold out.

Continued passivity of the balance of trade.

Considering this balance of payment, the unfavourable rates of exchange are not astonishing. The exchange fluctuation and the question of the disagio of the mark in the more important markets can be seen in the appended figures. It will be seen that a simply catastrophic movement began after the breakdown of Germany. Whilst the disagio of the mark amounted at the end of October, 1918, in Amsterdam, Stockholm and Zurich to about 42 per cent., it had increased by the end of February, 1920, at the places mentioned, on an average to about 95 per cent. Although meanwhile for different reasons (sudden changes in the merchandise market, the improvement of the German frontier control, the decline of the buying power of the German population, etc.) an un-

Rates of exchange
Appendix IV.

* For example, in the Press the possession in mark-notes was estimated for France (inclusive of the State possessions) at 3·2, for Holland at 3 to 4, for Switzerland at 3, for Denmark at 1½ to 2, for Spain at 3, and for Luxemburg at 0·2 milliard marks.

du contrôle douanier allemand, la diminution de la puissance d'achat de la population—une amélioration insignifiante a été notée (la dépréciation du mark au 31 août 1920 s'était fixée à 90 pour cent. en moyenne)—on ne peut cependant à en juger par la situation actuelle, envisager un retour au pair ou seulement une amélioration sensible. L'Allemagne, au moyen de crédits considérables en matières premières, à supposer même que l'Allemagne, au moyen de crédits considérables en matières premières ou en valeurs, arrivât à se relever, à augmenter sa production et à fabriquer en quantité suffisante pour l'exportation.

Dans l'examen de notre situation monétaire actuelle, on a fait plus d'une allusion aux causes de notre détresse actuelle. C'est la guerre et son issue fatale, qui ont ruiné notre situation économique et financière ; cette situation est marquée par un manque de denrées alimentaires et de matières premières, par la hausse des prix et des salaires, accompagné d'un ralentissement sensible dans la production, et d'un déficit terrible—le tout en corrélation avec une inflation de la circulation et une dépréciation toujours croissante de l'argent. Il ne paraît guère possible d'amener une amélioration efficace qu'en écartant toutes les causes essentielles et secondaires de la dépréciation monétaire. On peut en tous cas admettre que la circulation monétaire ainsi que le cours du change allemand prendront d'eux-mêmes un développement plus favorable, si l'on réussit à améliorer la situation économique et financière. Mais il ne faut pas oublier qu'une pareille amélioration ne pourra se produire que si l'on supprime les causes du mal ; en d'autres termes, aussi longtemps que les effets de la guerre et, plus encore que ceux-ci, les effets désastreux du Traité de Paix se feront sentir, il est douteux que le Reich Allemand puisse réussir, sans autres moyens qu'une politique financière et monétaire, à rétablir la vie économique allemande. C'est pourquoi, tant que la situation politique, l'intérieure comme l'extérieure n'aura pas été stabilisée, nous ne pouvons voir l'efficacité de plans d'actions qui n'offriront pour tous remèdes que des réformes d'ordre financier ou monétaire.

Ainsi qu'on l'a affirmé maintes fois, il est évident que l'on ne peut songer à restreindre l'inflation monétaire et fiduciaire sans au préalable équilibrer le budget de l'Etat. Cet équilibre ne peut être réalisé que par l'économie la plus sévère et par l'utilisation la plus complète de toutes les forces contributives du pays. La législation fiscale nouvelle prouve que le Gouvernement du Reich y est fermement résolu. Mais, même en appliquant ces principes, les charges financières intérieures ne peuvent être couvertes par les recettes ordinaires. A côté de cela, le Traité de Paix impose au Reich, au profit de l'Entente, des indemnités considérables en argent et en nature, qui vont bientôt encore être augmentées. Dans ces conditions, ce serait aller à la catastrophe que de renoncer en principe à l'émission de bons du Trésor et à la création d'une nouvelle monnaie fiduciaire quelconque. Et la situation tant intérieure qu'extérieure n'en deviendrait que plus mauvaise. Une diminution forcée des dépenses, par exemple la suspension du service des intérêts des emprunts du Reich, n'apporterait aucune amélioration à la situation financière ; bien au contraire elle l'aggraverait. Un grand nombre de banques, de Caisses d'épargne, d'entreprises commerciales et industrielles, de particuliers, etc. seraient mis, en tant que créanciers de l'Etat, dans une situation précaire, ce qui amènerait une telle diminution des ressources imposables, que l'avantage que l'Etat trouverait dans la libération de sa dette d'intérêts, serait tout au moins contre-balancé. Il faut ajouter à cela que les grandes institutions sociales-politiques de prévoyance (assurances sur la vieillesse et sur les infirmités, etc.) dont les capitaux sont surtout placés dans les emprunts du Reich, seraient mis dans l'impossibilité de faire face à leurs engagements, de telle manière que l'Etat se verrait obligé de reprendre leurs obligations à son compte. Si l'on veut maintenir la vie économique allemande, si nécessaire à celle du monde, et lui permettre de panser les plaies de la guerre, il est indispensable que l'on évite la banqueroute du Reich Allemand et que l'on n'étouffe pas, par des vexations financières excessives, l'esprit de travail qui, dans les derniers temps, s'est réveillé chez le peuple allemand.

Les projets tendant à faire estampiller par le Reich et à faire échanger les billets en circulation, ainsi qu'à en retenir une certaine partie, à titre d'emprunt forcé, afin d'augmenter de cette façon la valeur de l'argent et de diminuer l'inflation, sont pratiquement irréalisables. Il n'est guère besoin d'exposer ici les motifs qui s'opposent à un tel procédé. Il suffira d'indiquer que là où des mesures de ce genre ont été prises, elles ont eu des effets tout à fait opposés à ceux qu'on en espérait. Là aussi, la preuve a été faite que des mesures de pure technique monétaire ne peuvent amener un changement dans la situation économique, et qu'une diminution de salaires et de prix ne peut pas s'obtenir exclusivement par des mesures monétaires, car les stocks de marchandises disponibles ont une importance qu'on ne saurait trop estimer.

important improvement had to be noticed—disagio on 31st August, 1920, on an average about 90 per cent.—under existing circumstances neither an approach to the parity nor even an improvement of any consequence can reasonably be considered possible, not even if by considerable credits for raw material or for bettering the exchange Germany were placed in a position to recover, augment her production and create a sufficiency of goods for export.

In discussing in the foregoing the present condition of our currency, the causes which have led to the threatening deterioration have been touched upon on different occasions. They are essentially the effects of the war; in particular, the deterioration of our economic and financial circumstances produced by these events, which is shown by the lack of food and raw material, by the augmentation of prices and wages, together with the exceedingly marked decline in production, by the Reich debt and, in connection with it, by the excessive increases in circulation and increasing reduction in purchasing power. A vigorous and decided improvement seems only to be possible by the removal of all these primary and secondary causes of the deterioration of the currency. It might be expected that the circulation, as well also as the German rates of exchange, would become automatically more favourable if an improvement of the German economic and financial conditions was successfully brought about. It must, however, not be overlooked that without a radical removal of the fundamental causes a satisfactory and durable improvement will scarcely be effected. In other words, the German Reich will scarcely be successful by the aid alone of its financial policy, and its policy regarding currency, to restore economic order in Germany, so long as the effect of the war and, still further, the annihilating effect of the Peace Treaty are not removed. For this reason the different proposals which aim at an improvement of the conditions in Germany, exclusively or essentially through currency and finance reforms, are more or less insufficient, as long as the Reich Government has not succeeded in setting foot on solid ground in respect to their home and foreign politics.

The diminution of money and credit inflation naturally presume, as has been emphasised on different occasions, a balancing of the Reich budget. In order that this may be accomplished, the strictest economy and the greatest possible exertion of the taxable capacity are necessary. The Reich Government is, as is proved by the New Taxation laws, firmly resolved that this shall be done. But even by means of the most extreme straining of the taxable capacity and of the strictest economy, the cover of the home financial needs cannot be reached by ordinary revenue; besides this, the Reich is, on the basis of the Peace Treaty, already burdened by great indemnities in money and goods to the Entente, and will possibly be encumbered by still greater ones. Under these circumstances the renunciation on principle of the issue of Reich's Treasury Bonds and the creation of new kinds of money would lead inevitably to financial breakdown. By this, however, the complete situation at home as well as in relation to foreign countries, would become still more precarious. A forcible reduction of expenditure, as, for instance, the suspension of payment of interest on the Reich loans, would bring no improvement but rather deterioration of the financial position of the Reich. A great proportion of the banks, savings banks, commercial and industrial enterprises, private individuals and other supporters of the national economy, would, as creditors of the Reich, be placed in difficulties, which would bring forth such a decrease in the taxable capacity that the profit which the Reich would draw from the unpaid interest would, at least, be counter-balanced. It is still to be added that the large social-political providence institutions (old age and invalid insurance, etc.), whose capital is essentially invested in Reich bonds, would, by the cancelling of their interest, be prevented from fulfilling their obligations, and the Reich would have to take them over. If the German national economy, which is necessary to the entire world economy, is to remain in existence and work jointly for healing the wounds caused by the war, it is absolutely necessary that the bankruptcy of the German Reich be avoided, and that the will to work, which is now observed to be awakening in the German population, be not throttled by excessive financial strangulation.

Proposals which aim at the Reich stamping and exchanging notes and retaining a part as a forced loan, in order to raise the value of money and to decrease inflation, are practically useless. The objections to such proposals need no elaborate explanation here. It will suffice to point out that where such measures have been adopted they have had an exactly opposite result to that which was intended. Also it has become apparent that a change in economic conditions cannot easily be produced by currency measures alone, and that the reduction of the prices and wages cannot be obtained by one-sided measures affecting money, because for the amount of the prices and wages the stock of disposable merchandise is of an importance not to be undervalued.

ANNEXE I.

Circulation du papier monnaie billets (billets de la Reichs bank et bons des Caisses de prêt)
du 23 juillet 1914 jusqu'au 31 août 1920.

(En millions de marks.)

Date.	En circulation			Couvremet de la circulation totale (col. 4) par l'encaisse en or de la Reichsbank.
	Billets de la Reichsbank.	Bons de Caisses de prêt.	Total (cols. 2 et 3).	
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
23 juillet 1914	1,890·9	—	1,890·9	%
31 décembre 1914	5,045·9	445·8	5,491·7	71·8
31 décembre 1915	6,917·9	972·2	7,890·1	38·1
moyenne de 1915	5,409·3	704·7	6,114·0	31·0
31 décembre 1916	8,054·7	2,872·9	10,927·6	38·6
moyenne de 1916	6,871·1	1,521·1	8,392·2	23·1
31 décembre 1917	11,467·7	6,264·5	17,732·2	29·5
moyenne de 1917	9,010·3	4,474·9	13,485·2	13·6
31 décembre 1918	22,187·8	10,242·2	32,430·0	18·3
moyenne de 1918	13,681·6	7,790·9	21,472·5	7·0
1919				
31 janvier	23,647·6	10,292·5	33,940·1	7·0
28 février	24,102·8	10,555·5	34,658·3	6·6
31 mars	25,490·5	11,027·6	36,518·1	6·5
30 avril	26,628·9	11,169·4	37,798·3	5·2
31 mai	28,244·9	10,966·9	39,211·8	4·6
30 juin	29,968·4	12,026·9	41,995·3	3·9
31 juillet	29,268·9	11,928·9	41,197·8	2·7
31 août	28,492·3	11,687·0	40,179·3	2·7
20 septembre	29,784·1	11,814·8	41,598·9	2·7
31 octobre	30,928·6	11,776·6	42,705·2	2·6
30 novembre	31,905·8	12,814·8	44,720·6	2·6
31 décembre	35,698·4	13,781·2	49,479·6	2·4
moyenne de 1919	27,987·8	11,456·4	39,444·2	2·2
1920				
31 janvier	37,443·4	12,938·1	50,381·5	1·7
28 février	41,033·8	12,721·4	53,755·2	1·7
31 mars	45,169·7	13,731·4	58,901·1	1·9
30 avril	47,939·6	13,775·7	61,715·3	1·8
31 mai	50,016·7	13,567·2	63,583·9	1·7
30 juin	53,975·1	13,633·3	67,608·4	1·6
31 juillet	55,768·6	13,327·9	69,096·5	1·6
31 août	58,401·2	13,266·4	71,667·6	1·5

APPENDIX I.

Circulation (Notes of the Reichsbank and Darlehnskassenscheine) from the 23rd July, 1914,
to the 31st August, 1920.

(In millions of marks.)

Date.	There were in circulation			Cover of total circulation (col. 4) by gold reserve in the Reichsbank.
	Notes of the Reichsbank.	Darlehnskassen- scheine.	Total (cols. 2 and 3).	
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
23rd July, 1914.. .. .	1,890·9	—	1,890·9	%
31st December, 1914	5,045·9	445·8	5,491·7	71·8
31st December, 1915	6,917·9	972·2	7,890·1	38·1
Annual Average, 1915	5,409·3	704·7	6,114·0	31·0
31st December, 1916	8,054·7	2,872·9	10,927·6	38·6
Annual Average, 1916	6,871·1	1,521·1	8,392·2	29·5
31st December, 1917	11,467·7	6,264·5	17,732·2	23·1
Annual average, 1917	9,010·3	4,474·9	13,485·2	29·5
31st December, 1918	22,187·8	10,242·2	32,430·0	13·6
Annual average, 1918	13,681·6	7,790·9	21,472·5	18·3
1919				
31st January	23,647·6	10,292·5	33,940·1	7·0
28th February	24,102·8	10,555·5	34,658·3	11·1
31st March	25,490·5	11,027·6	36,518·1	4·6
30th April	26,628·9	11,169·4	37,798·3	3·9
31st May	28,244·9	10,966·9	39,211·8	2·7
30th June	29,968·4	12,026·9	41,995·3	2·7
31st July	29,268·9	11,928·9	41,197·8	2·6
31st August	28,492·3	11,687·0	40,179·3	2·6
30th September	29,784·1	11,814·8	41,598·9	2·4
31st October	30,928·6	11,776·6	42,705·2	2·2
30th November	31,905·8	12,814·8	44,720·6	3·8
31st December	35,698·4	13,781·2	49,479·6	3·8
Annual average, 1919	27,987·8	11,456·4	39,444·2	3·8
1920				
31st January	37,443·4	12,938·1	50,381·5	2·2
28th February	41,033·8	12,721·4	53,755·2	1·9
31st March	45,169·7	13,731·4	58,901·1	1·8
30th April	47,939·6	13,775·7	61,715·3	1·7
31st May	50,016·7	13,567·2	63,583·9	1·6
30th June	53,975·1	13,633·3	67,608·4	1·6
31st July	55,768·6	13,327·9	69,096·5	1·5
31st August	58,401·2	13,266·4	71,667·6	1·5

ANNEXE II.

Encaisse en or de la Reichsbank du 23 juillet 1914 jusqu'au 31 août 1920.

(En millions de marks.)

Date.	Encaisse de la Reichsbank		Encaisse total en or (colonne 2 + 3).	Comparaison (+ ou -)	
	En or frappé (monnaie or du Reich allemand)	En or lingots et espèces.		Par mois.	Par an.
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
23 juillet 1914	943·4	413·4	1,356·8	—	—
31 décembre 1914	1,659·8	433·0	2,092·8	—	+ 736·0 *
31 décembre 1915	2,045·3	399·9	2,445·2	—	+ 352·4
moyenne de 1915	1,941·2	419·7	2,360·9	—	—
31 décembre 1916	2,051·6	468·9	2,520·5	—	+ 75·3
moyenne de 1916	2,056·7	418·4	2,475·1	—	—
31 décembre 1917	1,967·6	439·0	2,406·6	—	- 113·9
moyenne de 1917	2,005·5	460·4	2,465·9	—	—
31 décembre 1918	1,838·6	423·6	2,262·2	—	- 144·4
moyenne de 1918	1,921·6	465·6	2,387·2	—	—
1919					
31 janvier	1,838·0	415·7	2,253·7	— 8·5	—
28 février	1,838·3	407·4	2,245·7	— 8·0	—
31 mars	1,560·2	355·8	1,916·0	— 329·7	—
30 avril	1,412·1	343·8	1,755·9	— 160·1	—
31 mai	1,173·7	342·4	1,516·1	— 239·8	—
30 juin	897·8	218·6	1,116·4	— 399·7	—
31 juillet	897·7	211·6	1,109·3	— 7·1	—
31 août	897·7	205·6	1,103·3	— 6·0	—
30 septembre	897·6	199·0	1,096·6	— 6·7	—
31 octobre	897·6	195·9	1,093·5	— 3·1	—
30 novembre	897·6	192·9	1,090·5	— 3·0	—
31 décembre	897·6	191·9	1,089·5	— 1·0	- 1,172·7
moyenne de 1919	1,214·6	278·7	1,493·3	—	—
1920					
31 janvier	901·0	189·1	1,090·1	+ 0·6	—
28 février	900·9	190·4	1,091·3	+ 1·2	—
31 mars	901·5	190·0	1,091·5	+ 0·2	—
30 avril	901·5	190·2	1,091·7	+ 0·2	—
31 mai	901·5	190·2	1,091·7	—	—
30 juin	901·6	190·1	1,091·7	—	—
31 juillet	901·6	190·1	1,091·7	—	—
31 août	901·6	190·1	1,091·7	—	—

* Depuis le 24 Juillet 1914.

APPENDIX II.

Gold Reserve of the Reichsbank from the 23rd July, 1914, to the 31st August, 1920.

(In millions of Marks.)

Date. (1)	Reserve of the Reichsbank.		Total gold reserve (cols. 2 and 3). (4)	Changes (+ or -).	
	In minted gold (German Reich gold coinage). (2)	Gold in bars and specie. (3)		Monthly. (5)	Yearly. (6)
23rd July, 1914	943·4	413·4	1,356·8	—	—
31st December, 1914	1,659·8	433·0	2,092·8	—	+ 736·0*
31st December, 1915	2,045·3	399·9	2,445·2	—	+ 352·4
Annual average 1915	1,941·2	419·7	2,360·9	—	—
31st December, 1916	2,051·6	468·9	2,520·5	—	+ 75·3
Annual average 1916	2,056·7	418·4	2,475·1	—	—
31st December, 1917	1,967·6	439·0	2,406·6	—	— 113·9
Annual average 1917	2,005·5	460·4	2,465·9	—	—
31st December, 1918	1,838·6	423·6	2,262·2	—	— 144·4
Annual average 1918	1,921·6	465·6	2,387·2	—	—
1919					
31st January	1,838·0	415·7	2,253·7	— 8·5	—
28th February	1,838·3	407·4	2,245·7	— 8·0	—
31st March	1,560·2	355·8	1,916·0	— 329·7	—
30th April	1,412·1	343·8	1,755·9	— 160·1	—
31st May	1,173·7	342·4	1,516·1	— 239·8	—
30th June	897·8	218·6	1,116·4	— 399·7	—
31st July	897·7	211·6	1,109·3	— 7·1	—
31st August	897·7	205·6	1,103·3	— 6·0	—
30th September	897·6	199·0	1,096·6	— 6·7	—
31st October	897·6	195·9	1,093·5	— 3·1	—
30th November	897·6	192·9	1,090·5	— 3·0	—
31st December	897·6	191·9	1,089·5	— 1·0	— 1,172·7
Annual average 1919	1,214·6	278·7	1,493·3	—	—
1920					
31st January	901·0	189·1	1,090·1	+ 0·6	—
28th February	900·9	190·4	1,091·3	+ 1·2	—
31st March	901·5	190·0	1,091·5	+ 0·2	—
30th April	901·5	190·2	1,091·7	+ 0·2	—
31st May	901·5	190·2	1,091·7	—	—
30th June	901·6	190·1	1,091·7	—	—
31st July	901·6	190·1	1,091·7	—	—
31st August	901·6	190·1	1,091·7	—	—

* Since 24th July, 1914.

ANNEXE III.

Dette flottante du 31 octobre 1917 jusqu'au 31 août 1920.

(En millions de marks.)

Date. (1)	Total des Bons du Trésor du Reich etc. escomptés par le Reich. (2)	De dette somme (colonne 2) —	
		à la Reichsbank. (3)	hors de la Reichsbank. (6)
1917			
31 octobre	22,906·7	11,353·6	11,553·1
30 novembre	24,825·5	11,856·4	12,969·1
31 décembre	28,551·5	14,208·4	14,343·1
1918			
31 janvier	32,542·2	12,669·4	19,872·8
28 février	35,836·2	12,760·8	23,075·4
30 mars	33,449·3	15,721·6	17,727·7
30 avril	31,531·2	13,571·3	17,959·9
31 mai	34,674·5	14,279·7	20,394·8
30 juin	38,402·2	16,395·5	22,006·7
31 juillet	41,793·9	15,747·7	26,046·2
31 août	46,575·5	17,443·1	29,132·4
30 septembre	48,036·6	23,605·8	24,430·8
31 octobre	48,174·1	20,428·0	27,745·4
30 novembre	51,203·8	21,866·7	29,337·1
31 décembre	55,207·2	27,157·0	28,050·2
1919			
31 janvier	58,643·2	26,859·7	31,783·5
28 février	61,592·2	27,070·3	34,521·9
31 mars	63,843·6	29,947·5	33,896·1
30 avril	67,179·6	31,338·8	35,840·8
31 mai	70,365·3	28,454·3	41,911·0
30 juin	73,393·3	33,059·1	40,334·2
31 juillet	76,111·4	30,378·8	45,673·6
31 août	78,184·0	31,033·1	47,150·9
30 septembre	80,627·2	33,574·1	47,053·1
31 octobre	83,302·6	33,676·1	49,626·5
30 novembre	85,222·9	33,774·2	51,448·7
31 décembre	86,380·9	41,251·3	45,129·6
1920			
31 janvier	88,289·5	38,814·0	49,475·5
28 février	89,041·7	38,091·9	50,949·8
31 mars	91,620·9	42,709·9	48,911·0
30 avril	95,139·9	38,306·5	56,743·4
31 mai	101,608·5	36,692·6	64,915·9
30 juin	113,161·6	44,954·1	68,207·5
31 juillet	122,703·9	40,133·7	82,570·2
31 août	129,422·1	40,866·8	88,555·3

APPENDIX III.

Floating Debt from the 31st October, 1917, to the 31st August, 1920.

(In millions of Marks.)

Date. (1)	Total Treasury Bills discounted by the Reich. (2)	Of which were—	
		In the Reichsbank. (3)	Outside the Reichsbank. (4)
1917			
31st October	22,906·7	11,353·6	11,553·1
30th November	24,825·5	11,856·4	12,969·1
31st December	28,551·5	14,208·4	14,343·1
1918			
31st January	32,542·2	12,669·4	19,872·8
28th February	35,836·2	12,760·8	23,075·4
30th March	33,449·3	15,721·6	17,727·7
30th April	31,531·2	13,571·3	17,959·9
31st May.. .. .	34,674·5	14,279·7	20,394·8
30th June	38,402·2	16,395·5	22,006·7
31st July	41,793·9	15,747·7	26,046·2
31st August	46,575·5	17,443·1	29,132·4
30th September	48,036·6	23,605·8	24,430·8
31st October	48,174·1	20,428·7	27,745·4
30th November	51,203·8	21,866·7	29,337·1
31st December	55,207·2	27,157·0	28,050·2
1919			
31st January	58,643·2	26,859·7	31,783·5
28th February	61,592·2	27,070·3	34,521·9
31st March	63,843·6	29,947·5	33,896·1
30th April	67,179·6	31,338·8	35,840·8
31st May.. .. .	70,365·3	28,454·3	41,911·0
30th June	73,393·3	33,059·1	40,334·2
31st July	76,111·4	30,437·8	45,673·6
31st August	78,184·0	31,033·1	47,150·9
30th September	80,627·2	33,574·1	47,053·1
31st October	83,302·6	33,676·1	49,626·5
30th November	85,222·9	33,774·2	51,448·7
31st December	86,380·9	41,251·3	45,129·6
1920			
31st January	88,289·5	38,814·0	49,475·5
28th February	89,041·7	38,091·9	50,949·8
31st March	91,620·9	42,709·9	48,911·0
30th April	95,139·9	38,396·5	56,743·4
31st May.. .. .	101,608·5	36,692·6	64,915·9
30th June	113,161·6	44,954·1	68,207·5
31st July	122,703·9	40,133·7	82,570·2
31st August	129,422·1	40,866·8	88,555·3

	Agio Dis- agio %	29 nov. 1919	Agio Dis- agio %	31 déc. 1919	Agio Dis- agio %	31 janvier 1920	Agio Dis- agio %	28 février 1920
D	84.3	9.25	90.3	8.25	91.3	4.75	95.—	4.—
	14.3	4.0075	17.7	3.765	22.6	3.5085	27.9	3.40
	41.3		47.3		52.5		61.1	
	<u>70.4</u>	9.84	<u>89.8</u>	10.92	<u>110.7</u>	13.33	<u>157.3</u>	14.20
d	85.7	6.05	89.8	^{30.12.19} 5.425	90.8	3.125	94.7	2.725
9	9.2	10.575	12.7	^{30.12.19} 10.155	16.1	9.18	24.2	9.255
	38.1	27.025	43.7	^{30.12.19} 24.85	48.2	20.—	58.3	19.20
de	84.5	10.75	87.9	9.50	89.3	7.—	92.1	5.40
	3.8	18.—	0.9	17.65	2.8	18.10	0.3	18.25
	34.—	46.50	35.4	43.—	40.3	39.—	45.8	38.—
de	85.4	12.625	89.8	11.50	90.7	6.875	94.4	6.15
	7.5	22.15	12.2	21.25	15.8	19.90	21.1	21.03
	36.5	56.375	43.62	52.20	47.8	43.05	56.95	43.50

Le
Le
Le