

**CONFERENCE FINANCIERE INTERNATIONALE**  
**BRUXELLES 1920**

**INTERNATIONAL FINANCIAL CONFERENCE**  
**BRUSSELS 1920**

---

**TOME V**  
**VOLUME V**

**DOCUMENTS DE LA CONFERENCE**  
**DOCUMENTS OF THE CONFERENCE**

**MEMORANDA D'EXPERTS EN MATIERE**  
**ECONOMIQUE**

**MEMORANDA OF ECONOMIC EXPERTS**

**PUBLIÉ POUR LA SOCIÉTÉ DES NATIONS**  
**PUBLISHED FOR THE LEAGUE OF NATIONS**  
**HARRISON & SONS LTD, ST. MARTIN'S LANE**  
**LONDON W.C.2**

## INTRODUCTION.

Les rapports des économistes qui composent les chapitres du Rapport No. 13 traitent de la situation monétaire en général. Les auteurs n'ont reçu du Secrétariat aucune information particulière et n'ont disposé que d'un temps très court pour rédiger ce travail. Ces raisons expliquent les différences de forme entre les rapports et les points de vue différents dont les auteurs ont abordé l'étude de la question.

C'est aussi le manque de temps qui a empêché a d'obtenir et de présenter un rapport rédigé en commun. Dans ces conditions, on a dû se contenter d'un accord obtenu sur une série de conclusions communes, que d'on Trouvera au cours des pages suivantes. Comme les motifs de ces conclusions ne sont pas indiqués, leur intérêt principal réside dans l'énumération des points qui constituent un terrain d'entente entre les économistes de nationalité différente.

## INTRODUCTORY NOTE.

The Reports by economic experts which compose the sections of Paper 13 have been written on the general monetary situation without any special questions having been put in detail to the authors. Moreover, it was not possible for the Secretariat to allow more than a very short time for their preparation. These facts explain the differences in form and point of view from which the authors approach the question.

The lack of time is also responsible for the fact that it has not been possible to attempt to secure a joint report. In the circumstances all that was possible was to obtain agreement on a series of joint conclusions which are given on the following pages. As the grounds of these conclusions are not given, their chief interest lies in the enumeration of the points which are common ground between economists of different nationality.

## DECLARATION COLLECTIVE.

A la demande du Secrétariat Général de la Société des Nations, nous avons préparé des memoranda séparés sur la situation économique, en vue de la Conférence de Bruxelles. Nous avons été invités, de plus à nous réunir et à présenter d'un commun accord des suggestions sur les points offrant une importance et immédiate pratique.

Ce dont l'Europe a le plus besoin, c'est de se remettre à Travailler et à produire. Les recommandations suivantes tiennent naturellement compte de cette nécessité, et réciproquement leur réalisation est une condition très importante de la reprise économique.

### I.—INFLATION.

1. Il est essentiel que l'inflation du crédit et du papier-monnaie soit arrêtée partout le plus tôt possible.

2. A cet effet, les dépenses des Gouvernements doivent être réduites, la gestion à perte des entreprises gouvernementales doit prendre fin le versement de subsides pour l'achat de certaines marchandises et pour certains services doit être supprimé dans la mesure du possible et les dépenses militaires et navales doivent être réduites au strict nécessaire.

3. L'équilibre du budget des Etats doit être rétabli, et l'on ne doit plus recourir aux emprunts pour faire face aux besoins courants.

4. On doit éviter de maintenir artificiellement le Taux de l'intérêt en banque à un chiffre peu élevé, qui ne correspond pas à la rareté réelle des capitaux, et que seule rend possible l'émission de nouveau papier-monnaie.

## JOINT STATEMENT.

On the invitation of the Secretariat of the League of Nations, we have prepared independent memoranda on the economic situation for the Brussels Conference. We have been requested further to meet together and to make agreed suggestions on matters of immediate practical importance.

The principal need of Europe is a resumption of work and production. The following recommendations are of course subject to this understanding, and, in turn, their fulfilment is a very important condition of this resumption.

### I.—INFLATION.

1. It is essential that the inflation of credit and currency should be stopped everywhere at the earliest possible moment.

2. To this end, Government spending must be cut down, the conduct of Government enterprise at less than cost and the payment of subsidies on particular commodities and services must as far as possible be abolished and military and naval expenditure stringently restricted.

3. The equilibrium of State budgets must be restored, loans not being employed to meet ordinary current requirements.

4. Artificially low bank rates out of conformity with the real scarcity of capital and made possible only by the creation of new currency, must be avoided.

PROBLEMES MONETAIRES

- (1) INTRODUCTION ET DECLARATION  
COLLECTIVE D'EXPERTS EN  
MATIERE ECONOMIQUE.

MONETARY PROBLEMS

- (1) INTRODUCTION AND JOINT STATE-  
MENT OF ECONOMIC EXPERTS.

5. Les dettes flottantes doivent être consolidées aussitôt que possible.

## II.—CHANGES.

6. Le niveau des changes a une tendance à correspondre à la valeur relative de la circulation à l'intérieur des différents pays. Ou pourrait porter remède à la sérieuse dépréciation de certains changes, par rapport au pair, par :—

- a) la consolidation des dettes flottantes existant à l'extérieur sous forme de billets exportés ;
- b) le rétablissement aussi rapide et aussi complet que possible des échanges commerciaux normaux entre les différents pays.

## III.—CRÉDITS INTERNATIONAUX.

7. L'ouverture de crédits (au moyen d'un emprunt international, d'un système de garanties offertes aux capitalistes privés, ou autrement) en faveur des pays actuellement dans la gêne doit naturellement être subordonnée à une certaine garantie de priorité pour ces crédits, et à la cessation provisoire du paiement de toute autre créance, jusqu'à ce que ces crédits aient eu le temps d'exercer une influence sur la production.

8. L'ouverture de crédits devra avoir pour condition la garantie :

- a) que ces crédits ne seront utilisés que pour des entreprises garantissant un rendement immédiat, telles que la fourniture des moyens de subsistance nécessaires aux chassés travailleurs
- b) que les pays emprunteurs feront tout leur possible pour coopérer à la restauration de la vie économique.

9. La capacité des capitalistes à consentir des crédits, dépendra dans une large mesure du rétablissement d'une paix véritable et du retour aux conditions normales du commerce international.

(Signé) G. BRUINS,  
GUSTAV CASSEL,  
CHARLES GIDE,  
M. PANTALEONI,  
A. C. PIGOU.

PARIS,

le 6 juillet 1920.

5. Floating debts should, as soon as practicable, be funded.

## II.—EXCHANGES.

6. The level of the exchanges tends to correspond with the relative internal values of the currencies of the several countries. The serious depression of certain exchanges beneath their real parities would be ameliorated by :

- (a) the funding of floating debts held abroad in the form of notes ;
- (b) the restoration as soon and as far as practicable, of normal trade intercourse between the different countries.

## III.—INTERNATIONAL CREDITS.

7. The grant of credit (whether through an international loan or system of guarantees to private lenders or otherwise) to distressed countries must naturally be conditional upon some priority being given to these credits and upon other claims being postponed till those credits have had time to exercise their influence upon production.

8. The grant of credits should be conditional :

- (a) upon their being used only for the most immediately remunerative purposes, including the provision of means of subsistence for the labouring population and
- (b) upon the borrowing countries doing everything in their power to co-operate in the work of restoring economic life.

9. The capacity of the lending world to grant credits will depend, in great measure, upon the restoration of real peace and normal conditions of international trade.

(Signed) G. BRUINS,  
GUSTAV CASSEL,  
CHARLES GIDE,  
M. PANTALEONI,  
A. C. PIGOU.

PARIS,

July 6th, 1920.



(2) MEMORANDUM PREPARE EN VUE  
DE LA CONFERENCE FINANCIERE  
INTERNATIONALE DE BRUXELLES

Par le Dr. G. W. J. BRUINS

Professeur de l'Université Commerciale de Rotterdam

(2) MEMORANDUM PREPARED  
FOR THE INTERNATIONAL  
FINANCIAL CONFERENCE AT  
BRUSSELS

BY

Dr. G. W. J. BRUINS,

*Professor of the Rotterdam University of Commerce.*

## MEMORANDUM POUR LA CONFERENCE FINANCIERE INTERNATIONALE.

La Conférence de Bruxelles doit examiner les problèmes résultant de la présente situation économique et financière du monde. Avant de les considérer, il y a lieu de passer rapidement en revue, les caractéristiques principales de la situation actuelle.

### I.—SITUATION GENERALE.

#### *Hausse des Prix.*

1. Le phénomène le plus remarquable dans le domaine de l'économie et de la finance est constitué par l'énorme progression des prix qui se fait sentir non seulement dans les pays belligérants et neutres de l'Europe, mais aussi dans le monde entier. Cette hausse peut avoir été plus ou moins considérable dans les divers pays, cependant tous sont affectés. Même dans les pays qui ont pu maintenir leur système de circulation sur la base d'un étalon or, les prix ont augmenté de 150 pour cent. et parfois plus. L'armistice parut apporter une amélioration, mais bientôt le mouvement de hausse reprit. Ce n'est qu'au cours des derniers mois que l'on a pu constater un arrêt.

Les causes qui ont contribué à ce mouvement son nombreuses. Sans doute, l'affaiblissement fatal des systèmes de circulation dans la plupart des pays de l'Europe par suite des besoins financiers des Gouvernements, est-il surtout responsable de la situation difficile de ces pays. Dans d'autres pays, où peut-être une politique semblable n'a pas été suivie dans la même mesure, des conséquences du même ordre apparaissent, par suite des exigences de la politique monétaire. Il est cependant impossible d'envisager correctement le problème si on ne tient pas compte de la dislocation profonde de la production et de la consommation, qui s'est produite dans une grande partie du monde. Cela est nécessaire, non seulement en vue de se faire une idée claire de la situation actuelle et des causes qui l'ont amenée, mais aussi en vue de se rendre compte, surtout dans les pays les plus pauvres, jusqu'à quel point on peut réaliser les mesures prises dans le domaine de la circulation et des changes.

#### *Production et Consommation.*

2. La production a souffert considérablement à divers égards, au cours et à la suite de la guerre; des millions d'hommes valides ont été enrôlés; des millions d'hommes ont perdu la vie et une partie plus ou moins grande de leurs capacités productives; le manque de main d'œuvre et d'engrais a entraîné une diminution de la production agricole dans la majeure partie de l'Europe. Il ne reste rien des excédents de blé et d'orge de la Russie; les pays du continent européen qui, avant la guerre, exportaient de grandes quantités de sucre de betterave, ont disparu du marché. Le problème des transports sur terre et sur mer a de beaucoup aggravé la situation pendant les dernières années de la guerre; presque toute l'Europe—et même les pays où il n'y avait pas de mesures de guerre pour compliquer la situation—se trouva en présence d'une disette générale des produits essentiels à la

## MEMORANDUM FOR THE INTERNATIONAL FINANCIAL CONFERENCE AT BRUSSELS.

The Brussels Conference has to deal with the problems arising out of the present economic and financial situation of the world. Before entering into these problems the most outstanding features of the present situation may be briefly reviewed.

### I.—THE SITUATION.

#### *The Rise of Prices.*

1. The most conspicuous phenomenon in the economic and financial field is the enormous upward movement of prices, which makes itself felt not only in the belligerent and neutral countries of Europe, but in every part of the world. Different in magnitude and development as the rise may have been in the different countries, all are, to a certain extent, common sufferers. Even in the countries which have been able to keep their currency systems completely on a gold basis, prices have risen 150 per cent. and more. The armistice seemed to bring some relief, but soon the upward movement reasserted itself. Only in the last few months has any check occurred.

The causes which have contributed to this movement are manifold. Without doubt the fatal weakening of the currency systems in most of the countries of Europe, as a result of the financial needs of the Governments, is largely responsible for the distressing situation in these countries. In other countries, though a similar policy may not have been followed to the same extent, developments of the same order can be noted owing to the exigencies of currency policy. It is, however, impossible to see the problem in right perspective without taking into account the profound dislocation in production and consumption that has taken place in a great part of the world. This is necessary not only for a clear insight into the actual situation and the causes which led to it, but also in order to appreciate the limitations, especially in the most distressed countries, of measures taken in the field of currency and exchange.

#### *Production and Consumption.*

2. In several ways production was seriously affected by and as a result of the war. Millions of able-bodied men were drawn to the colours, millions have lost their lives or, to a greater or smaller extent, their productive capacity. Lack of manual labour and fertilizers has brought down the agricultural production in the greater part of Europe. Russia's surplus of wheat and rye has fallen away; the countries of the European Continent which before the war exported large quantities of beet-sugar are out of the market. The transportation problem by land and sea has much aggravated the situation. During the later years of the war, almost the whole of Europe, even where no war measures complicated the situation, was faced by a general shortage of the first commodities of life. Since then the situation has in some countries improved. In others it has on the whole

vie. Depuis, dans certains pays, la situation s'est améliorée ; dans d'autres pays, par contre, elle a, en grande partie, empiré. D'une façon générale, le problème consistant à fournir des denrées et autres produits nécessaires à la vie en quantité suffisante, restera pendant longtemps, pour une grande partie de l'Europe, une question très difficile à résoudre.

Quant à la production industrielle dont l'organisation est beaucoup plus délicate que celle de l'agriculture, les mêmes facteurs ont eu leur influence sur une échelle plus large encore. Le manque de main d'œuvre, de charbon et de matières premières, les difficultés de transport et autres facteurs tendant à empêcher une activité régulière ont influé inévitablement sur la production. De plus, les besoins impérieux de la guerre ont amené, dans certains pays, une transformation presque complète de l'industrie en vue de la production de matériel de guerre. Depuis la guerre, ces besoins spéciaux ont, en grande partie, disparu et l'industrie s'adapte à nouveau, dans la mesure du possible, aux besoins de la paix. Cependant même dans les pays de l'Europe qui ont le moins souffert de la guerre, les conditions normales sont loin d'être rétablies. Au contraire, la plupart des facteurs indiqués, ainsi que l'influence troublante de la hausse du coût de la vie, se font sentir presque autant que pendant les dernières années. D'ailleurs, à la suite de la brusque détente qui s'est produite dès la fin de la guerre, il a existé et il existe encore un peu partout ce qu'on pourrait appeler une certaine mentalité d'après-guerre.

Ces observations sont généralement connues ; il y est fait allusion ici par suite de l'importance qu'elles vont prendre dans le raisonnement qui suivra.

Parallèlement à la réduction de la production, la demande dans les pays belligérants augmenta sans arrêt du fait des besoins impérieux des Gouvernements qui, non seulement exigeaient la fourniture de quantités inouïes de matériel de guerre, mais aussi de denrées et autres produits nécessaires à la vie, dans une mesure beaucoup plus grande que celle nécessitée par les pays belligérants dans des conditions de vie normale. Cette demande, de la part d'un acheteur possédant une capacité d'achat presque illimitée, devait, dès le début, altérer les conditions du marché de ces commodités dans un sens défavorable à la communauté des acheteurs, et cette altération devint plus sensible dès qu'elle fut accompagnée par la réduction de la production indiquée ci-dessus.

Au cours de la guerre, la demande supplémentaire des pays belligérants affecta non seulement les pays neutres voisins, mais aussi d'autres parties du monde : les grandes fournitures de matériel de guerre et d'autres commodités provenant des Etats-Unis au bénéfice des Alliés, avant et après l'entrée en guerre des Etats-Unis, en sont l'exemple le plus remarquable. En même temps, la plupart des pays neutres européens et extra-européens étaient plus ou moins profondément affectés par la diminution des exportations des pays belligérants.

Ainsi une production restreinte et une demande plus forte se firent sentir dans le monde entier, quoique l'intensité de ces deux mouvements ait pu être très différente dans les divers pays.

#### *Ingerence Gouvernementale.*

3. La dislocation de la production et de la demande a entraîné, pour une grande partie de la population civile, des souffrances

even farther deteriorated. Generally speaking, the problem of supplying sufficient foodstuffs and other necessities of life will for a large part of Europe probably for long remain one of the most serious to solve.

As for industrial production, the organisation of which is so much more vulnerable than that of agriculture, the same factors made their influence felt, even on a larger scale. Lack of man-power, of coal and raw materials, difficulties of transport and other factors impeding the smooth running of the whole, had their unavoidable effect on production. Moreover, the imperative needs of warfare led in several countries to an almost complete transformation of industry into production of war materials. Since the war, these special needs have to a great extent fallen away, and industry is, as far as possible, again directing itself to the needs of peace. Yet, even in those countries of Europe which have least suffered by the war, normal conditions are still far from being restored. On the contrary, most of the factors mentioned, together with the disturbing influence of the ever-increasing cost of living, make themselves felt with scarcely less weight than during the years behind us. Besides, as a result of the sudden ceasing of the strain of war, there has been and still is in most quarters, what may be called a certain post-war mentality.

All these are matters of common knowledge, and only their significance in the argument may excuse their being mentioned here.

At the same time that production was reduced, demand was in the belligerent countries heavily, and to an ever-growing extent, increased by the imperative needs of the Government, not only for quantities of war material never before dreamt of, but at the same time for foodstuffs and other first necessities of life, to an amount much greater than the people called to arms would have consumed in everyday life. This demand from a buyer, possessing practically unlimited buying capacity, was bound from the outset to change the conditions in the markets for these commodities to the detriment of the consuming community, and the change made itself the more deeply felt, as soon as it was coupled with the reduction of production already mentioned.

With the progress of war, the extra demand of the belligerent countries had its effect, not only on the surrounding neutral countries, but in most other parts of the world, the large supplies of war materials and other commodities furnished by the United States to the Allies, before and after the United States entered the war, offering the most conspicuous example. At the same time most neutral countries inside as well as outside Europe were more or less seriously affected by the fall in the exports from the belligerent countries.

In this manner restricted output and increased demand made itself felt everywhere in the world, however great the differences in intensity of both movements in different countries may have been.

#### *Government Interference.*

3. The dislocation of production and demand meant inevitable hardship to a large part of the civil population.

inévitables. En ce qui concerne les denrées alimentaires et les nécessités principales de la vie, la demande est extrêmement peu élastique; le cas échéant, le consommateur se passe de produits moins indispensables en vue de satisfaire à ses besoins les plus impérieux. Les classes aisées, plus particulièrement, disposent d'une réserve très considérable de capacité d'achat pour ces commodités, et celle-ci en temps de besoins impérieux se manifeste aux dépens de l'épargne normale constituée précédemment, et même aux dépens du capital qui est lui-même entamé. Ainsi toute diminution dans l'offre de ces commodités a, sur l'augmentation des prix, une influence de beaucoup supérieure à celle de la diminution qui en est la cause, et bientôt on en arrive à un point où les différences dans les revenus de la population commencent à se faire pleinement sentir en ce qui concerne l'achat des commodités de première nécessité. Aucun Gouvernement ne peut se désintéresser de la question lorsqu'elle en est arrivée à ce point. Le Gouvernement doit alors établir un système quelconque de répartition de quelques-uns au moins des produits indispensables à la vie et par ce système, autant que possible, les besoins réels de la population sont substitués aux capacités d'achat industrielles comme facteurs réglant la répartition.

La plupart des Gouvernements, cependant, se sont vus obligés d'aller plus loin encore. Un des changements les plus fondamentaux dans la situation économique de l'Europe dans son ensemble, pendant le dernier siècle, résulte du fait que la production nationale en ce qui concerne une série de commodités essentielles telles que céréales, graisses, ne peut suffire à, etc., la population, toujours croissante. Un mécanisme parfait en vue de l'échange international de produits a caché est état de choses, ainsi que l'incertitude qui en résultait dans la position de la plupart des pays européens; la guerre l'a cependant révélé.

Les facteurs indiqués ci-dessus, joints aux difficultés de plus en plus grandes de transport, ont eu leur libre expression dans les prix auxquels les commodités essentielles devaient être achetées sur les marchés étrangers. Il en est résulté que, dans la plupart des cas, l'écart entre la capacité d'achat de la population en général et le prix de ces commodités, même avec un système de répartition officielle, fut tel que les Gouvernements se virent obligés de fournir ces commodités à un prix inférieur au prix de revient. Il est vrai qu'en agissant ainsi, le Gouvernement retardait en même temps le processus de la reconstruction sans parler de l'influence complémentaire que les sommes énormes en question ont pu avoir sur l'inflation. Cependant, il ne faut peut-être pas s'étonner qu'on ait agi suivant ce principe, surtout à une époque où on était généralement persuadé que le problème consistait surtout à prendre des mesures temporaires en vue de résister à une période relativement courte de détresse extraordinaire.

#### *Inflation.*

4. Ce sont là, cependant, des inconvénients d'ordre secondaire par rapport au processus de l'inflation qui a grandi rapidement sur le sol ainsi préparé. En théorie, les besoins énormes des Gouvernements en matières premières et autres produits auraient peut-être pu être financés sans la création d'une puissance d'achat complémentaire, si ces

For foodstuffs and first necessities of life the demand is inelastic to a very high degree. If necessary, people give up the satisfaction of wants of less urgency in order to satisfy these most imperative wants. The more well-to-do classes, especially, have command over a very large reserve of buying capacity for these commodities which, in time of pressing need, is brought into play at the cost of forgoing normal savings or even at the expense of an actual consumption of capital. Hence, every decrease of supply of these commodities tends to entail an increase in prices many times greater than the decrease by which it is occasioned, and soon the stage is reached where the differences in income of the population begin to make themselves felt with their full weight in the field of the first commodities. At this stage of development no Government can stand aside. It must introduce some system of State distribution at least of some of the most essential necessities of life, by which system, as far as possible, the real wants of the population are substituted for the individual buying capacity as the regulating factor of distribution.

Most Governments, however, had to go a step further. One of the most fundamental changes in the economic position of Europe as a whole during the last century has been that its increasing population has to an ever greater extent outgrown the home production of a series of essential commodities such as breadstuffs, fats, etc. A perfect mechanism of international exchange of goods obscured this development and the resulting weaknesses in the position of most European countries. The war, however, brought all this to light.

In the price at which essential commodities had to be bought in foreign markets, the above-mentioned factors, coupled with increasing difficulties of transport, freely asserted themselves with the result that in most cases the divergence between the buying capacity of the general population and the price of these commodities, even under a system of State distribution, was so great that the Governments saw themselves compelled to supply these commodities below cost price. It is true by that so doing the Government retarded at the same time the inevitable process of recovery, not to speak of the additional effect which the enormous sums involved may have had in the direction of inflation. However, it is perhaps not too much to be wondered that this principle was adopted, especially at a moment when many people still believed that the problem was to bridge over a rather short period of extraordinary distress.

#### *Inflation.*

4. However, these are minor evils compared with the inflation process, which grew apace on the soil thus prepared. Theoretically the huge demands of the Governments for war materials and other commodities could perhaps have been financed without the creation of additional buying capacity, if those goods could have been paid for by money raised by a

produits avaient pu être payés au moyen de fonds provenant d'une forme d'impôt entraînant une restriction correspondante de la consommation dans le public. Mais en pratique, on n'y pouvait songer. Non seulement il est impossible d'empêcher que des impôts aussi formidables ne soient couverts en partie par une diminution de l'épargne, ou même un appel au capital, mais encore la situation dans laquelle se trouvait la population, surtout dans les pays ayant le plus souffert de la guerre, ne permettait d'obtenir qu'une partie des sommes nécessaires, au moyen de nouveaux impôts. Aussi, le Gouvernement a-t-il effectué ses paiements en grande partie, souvent même en très grande partie, en créant une capacité d'achat artificielle, sous forme de nouveau papier monnaie ou de nouveaux crédits en banque. Ce processus a encore accru les prix des commodités dont le Gouvernement était acheteur, et lorsque cette capacité d'achat complémentaire s'étendit de ceux qui vendaient des prix élevés aux autres classes de la société, l'inflation se fit sentir graduellement sur les prix et les bénéfices en général.

Dès que ce processus se prolonge, il en résulte un réarrangement des bases de revenu. Les forces qui, aux mains de la population ouvrière, tendent vers des salaires plus élevés, sont toujours présentes. Ils sont maintenus en équilibre par la mesure de l'offre et de la demande, la demande étant, généralement parlant, gouvernée par les résultats généraux de l'industrie. Et même temps, l'habitude a un rôle considérable. L'augmentation du coût de la vie n'est pas seulement au premier abord un argument conforme à ces desiderata de salaires plus élevés, mais permet de conclure dans les circonstances ici décrites, qu'il est peut être possible d'accorder ces salaires plus élevés. Ainsi, une hausse générale du revenu de base de la masse de population s'établit à la suite de discussions et de luttes graves. D'autres réarrangements de revenus, sous forme d'augmentations de traitement de fonctionnaires, instituteurs et autres membres de la classe de personnes dont les salaires fixes n'ont pas de relation avec les affaires, suivront tôt ou tard. Ainsi, le fait même que les Gouvernements font un usage plus étendu de la planche à billets ou de la création de nouveaux crédits de banque, et la mesure dans laquelle on procède ainsi, tendent à se manifester dans une réorganisation des bases de revenu. Ce réarrangement, à son tour, reçut une ferme impulsion provenant des mêmes facteurs fondamentaux qui avaient induit le Gouvernement à poursuivre une politique d'inflation. Avec l'augmentation des revenus, la quantité de monétaire nécessaire pour la circulation, devait augmenter aussi. Cependant, ce réarrangement des revenus est naturellement influencé par beaucoup de facteurs, et est nécessairement lent. Ainsi, un excédent, et même parfois, un large excédent de papier-monnaie nouvellement créé, ou de crédits en banque dépassant les besoins de la circulation effective, serait disponible et inonderait le marché monétaire, venant s'ajouter aux influences qui déjà, tendaient à donner à ce marché une facilité artificielle. En ce qui concerne les billets de banque, l'excédent reviendrait à la banque d'émission si la position de celle-ci était suffisamment élastique.

C'est dans ce sens qu'il faut chercher l'une des principales causes de la possibilité croissante pour les Gouvernements,

(3232)

form of taxation which led to an equally large restriction of consumption by the public. Practically this was out of the question. Not only is it impossible to prevent such enormous taxation from being partly met by reducing savings and even out of capital, but also the position in which the population found itself, especially in those countries that suffered most from the war made it hardly possible to raise more than a part of the sums required by way of fresh taxation. So the Government paid to a large, often a very large, extent by way of additional buying capacity in the form of new paper money or creation of new bank credits. This further stimulated the prices of the commodities for which the Government came into the market, and as this additional buying capacity filtered through from those who sold at high prices to other classes of society, inflation made itself gradually felt on prices and profits as a whole.

As soon as this process goes on for a certain time, a general readjustment of income standards is the inevitable result. The forces that from the side of the labouring population tend to a higher standard of wages are ever present. They are kept in equilibrium according to demand and supply, the demand being broadly governed by the general results of industry. At the same time custom plays an important part. The increasing cost of living is not only a *prima facie* argument in conformity with these ideas for higher wages, but is under the circumstances here described in itself to a large extent an indication of the possibility of granting those higher wages. Thus a general rise of the income standards of the mass of the population establishes itself at the price of much struggle and strife. Other readjustments of income in the form of increases of the salaries of Government officers, teachers, and other members of the broad class of those whose fixed salaries stand in no connection with business results, are bound to follow sooner or later. So the very fact that a freer use was made by the Governments of the note press or the creation of new bank credits, and the extent to which this was done, tended to reflect itself in a reorganisation of income standards. This reorganisation in turn received its strong impetus from the same underlying factors that induced the Government to follow its inflation policy. With the rise of income standards the amount of supplementary currency required for circulation had to increase. Yet this reorganisation of income standards is naturally hampered by many factors, and is necessarily slow. So a surplus, and sometimes a large surplus of newly created paper money or bank credits beyond the needs of actual circulation would be available, flowing for a large part into the money market and adding to the influences which already tended to give to this market an artificial easiness. In the case of bank notes, the surplus would flow back to the bank of issue, provided its position showed the necessary elasticity.

One of the principal causes of the ever-increasing possibilities for the Governments to finance their war expenses

B

de financer leurs dépenses de guerre au moyen d'emprunts sur le marché monétaire et d'emprunts de consolidation à long terme. Une politique tendant à restreindre la nouvelle émission de capital pour tout autre objet que les dépenses directes de guerre, et qui, pendant la guerre, fut adoptée dans la plupart des pays belligérants, a eu le même but.

Simultanément, des conséquences semblables se firent sentir dans les pays non belligérants. Dans ces pays, cependant, la problématique est de nature beaucoup plus compliquée, car le facteur prédominant constitué par les besoins du Gouvernement en vue de la guerre, n'existe pas. Cependant, dans la plupart des pays neutres, les Gouvernements se virent obligés de faire face à des dépenses nouvelles et considérables. Malgré la situation relativement favorable de leur change à l'étranger on dut avoir recours à des subventions en vue des produits de première nécessité à importer de l'étranger, et plus tard, d'autres facteurs tels que l'insuffisance des logements, exercèrent sur le Trésor une pression considérable. La plupart des pays, cependant, étaient en mesure de couvrir une bonne partie de leurs dépenses au moyen de nouveaux impôts et, en général, ne rencontrèrent pas de grandes difficultés en consolidant le solde au moyen d'emprunts à long terme. Ainsi, au total, ce ne fut peut-être pas l'action du Gouvernement qui eut l'influence la plus puissante sur le processus du réarrangement des prix et des revenus. En premier lieu, il y a eu les demandes énormes de la part des pays belligérants; malgré les restrictions apportées à certaines relations internationales, ces demandes causèrent des perturbations profondes dans les conditions du marché d'une série de commodités; les prix montèrent et comme la production dans ces pays n'avait pas, en général, beaucoup souffert il en résulta de gros revenus supplémentaires un processus de réarrangement des revenus semblable à celui des pays belligérants. On dut avoir recours à l'allocation de crédits aux pays acheteurs et à des importations d'or, en vue principalement de fournir les moyens de paiement nécessaires à ces exportations, l'or constituant une couverture pour le monétaire supplémentaire nécessaire aux nouvelles bases de revenus. A part quelques exceptions évidentes, dans la plupart des pays neutres, et pendant un certain temps, l'augmentation des moyens d'échange a été plutôt un résultat qu'une cause déterminante. S'il en est ainsi, il y a lieu de se rendre compte que les mesures destinées à empêcher ce développement, en maintenant dans certaines limites la quantité de monétaire en circulation, n'auraient jamais qu'une influence indirecte. Si les causes profondes du mouvement dans son ensemble étaient réellement puissantes, les besoins de monétaire supplémentaire auraient renversé toutes les barrières à moins qu'elles n'aient été déplacés ou supprimés.

La façon dont le processus de la réorganisation des bases de revenu, mesurées en termes d'un monétaire qui est en train de déprécier, affecte les prix, est claire en elle-même. Les prix, en réalité, ne sont qu'une expression de l'équilibre de l'offre et de la demande. Une augmentation de la capacité d'achat stimule la demande, détruit l'équilibre, et il en résulte une nouvelle hausse des prix qui, à son tour, encourage l'inflation et le réarrangement des revenus. Ce processus a été comparé très justement à une spirale ascendante, le long de laquelle montent les prix et les revenus et que ceux-ci continueront à suivre tant que les facteurs fondamentaux

by way of loans in the money market and funding loans on long terms must be sought in this direction. A policy of restricting new emissions of capital for other than direct war purposes, which during the war was adopted in most belligerent countries, served the same end.

At the same time similar developments made themselves felt in the non-belligerent countries. In these countries, however, the problem is of a more complicated character, as the overwhelming factor of the Government needs for warfare did not exist. Yet in most of the neutral countries the Governments saw themselves faced with large new expenditure. Though the foreign exchanges were generally in a better position, subsidies on first necessities of life, imported from abroad, had to be introduced, which in course of time other problems, such as the housing difficulty, exercised a strong pressure on the treasury. Most of these countries, however, were in a position to cover a good part of these expenses by way of fresh taxation, and generally encountered no large difficulties in funding most of the rest by way of loans on long terms. So, on the whole, other causes exercised perhaps a stronger influence on the process of readjustment of prices and incomes than the action of the Governments. Among these causes the enormous demands from the belligerent countries stand in the foreground. Though intercourse was in several directions restricted, these demands caused profound changes in the market conditions of a series of commodities. Prices rose, and as production in these countries was generally not much impaired, large surplus incomes sprang up, followed by similar processes of income readjustment as in the belligerent countries. Credits to the buying countries and imports of gold had largely to supply the necessary means of payment for these exports, the gold becoming a base for the supplementary currency required to meet the new income standards. Though doubtless the contrary has been the case, in most neutral countries during several periods, the increase of the medium of exchange has been rather a result instead of itself a cause. If this view is true, it is to be understood that measures trying to prevent this development by keeping the quantity of circulating money below certain limits could only have an indirect influence. If the deeper causes of the whole movement were really strong, the need for more currency would have broken through these limitations, if not in time extended or removed.

The way in which the processes of reorganisation of income standards, measured in terms of a depreciating currency, react on prices is in itself clear. Prices are in reality nothing but the expression of the equilibrium of demand and supply. An increase of buying capacity, intensifying demand, disturbs this equilibrium, with the result that prices go up anew, which in turn stimulates the process of inflation and income readjustment. This has been compared quite rightly to an ever-rising spiral along which prices and incomes go up, and will continue to go up, as long as the fundamental factors, viz., the disturbed relations of

(la relation déséquilibrée entre la production et la consommation et l'inflation) continuent à être apparents.

Il y a peu de choses à dire sur les moyens de mettre fin à cet état de choses par une intervention du Gouvernement, qui ne serait pas dirigée en premier lieu contre les causes réelles; cependant sur une mer démontée, il y a beaucoup d'écume et l'ignorance du public acheteur en ce qui concerne les prix offre de nombreuses occasions aux profiteurs individuels. Une intervention coopérative ou gouvernementale s'est produite dans différents pays, en vue de mettre fin à de tels abus.

Un pays peut suivre assez loin la pente de l'inflation, sans faire intervenir de nouveaux éléments. Il y a cependant un point où le facteur de la méfiance doit se faire sentir. Des conditions politiques instables, le manque de confiance dans le Gouvernement ou la banque d'émission, accélèrent naturellement une telle manifestation. Il est inutile d'en expliquer plus longuement les conséquences fatales; les produits ne sont plus mis sur le marché; la production, surtout la production agricole, n'est pas encouragée à dépasser le chiffre même de consommation du producteur, excepté dans la mesure où celui-ci peut recourir à un système d'échange d'autres produits contre les siens.

#### *Changes Etrangers.*

5. Dans la mesure où l'inflation suivait son cours dans les divers pays dans une mesure très différente, les changes étrangers subissaient une réaction inévitable. Si les relations internationales avaient été libres, cette réaction se serait manifestée sous la forme d'un ré-arrangement des changes d'après la valeur intrinsèque des monétaires des différents pays, exprimée en terme de commodités, c'est-à-dire, de leur parité de puissance d'achat. En pratique, cependant, les relations internationales avaient été interrompues dans une grande mesure, sinon par des mesures gouvernementales, du moins par des difficultés de transport et autres circonstances, et les mouvements des changes purent, jusqu'à un certain point, rester indépendants de la valeur intrinsèque des monétaires. Ainsi les différences fondamentales du processus par lequel les valeurs nationales et internationales d'un monétaire sont déterminées, se manifestèrent inévitablement.

A l'intérieur du pays, la puissance d'achat d'un monétaire s'établit à la suite des innombrables transactions journalières des habitants. En temps normal, la coutume et la tradition ont un rôle considérable, et même lorsque les conditions sont instables, les mouvements dans les revenus et les prix se produisent très graduellement. Les variations cependant peuvent, de temps en temps, s'accélérer. Mais tant que l'accélération n'augmente pas au point d'entraîner la méfiance du public envers le monétaire, le processus ne dépasse pas celui d'une réorganisation graduelle. Seuls des événements extrêmement importants peuvent, par moment, causer un choc brusque qui, partant des centres de la vie économique étend son influence de même qu'une pierre jetée dans une nappe d'eau.

Au point de vue international, d'autre part, le processus de la fixation des prix est, en pratique, centralisé sur les marchés des changes dans les différents pays. Ces marchés qui, essentiellement, constituent un marché mondial, sont, de

production and consumption, and the process of inflation make their influence felt.

Few words need be said about the possibility of impeding the process by Government interference, which is not in the first place directed against these real causes. Yet, on a high-going sea, much foam is formed, and the lack of knowledge about prices on the part of the purchasing public opens many new opportunities for individual profiteering. Common or Government action to check such practices has sprung up in different countries.

A country may go far on the way of inflation without new elements coming in. Yet there is a point at which the factor of distrust is bound to make itself felt. Uncertain political conditions, distrust in the Government itself, or in the issuing bank, naturally much hastens this moment. The fatal consequences of this new element need no further explanation. Commodities are held back, no inducement remains for production, and especially agricultural production, to exceed the consumption of the producer's own needs, except in so far as some system of barter of commodities against commodities is possible.

#### *Foreign Exchanges.*

5. As inflation went on, in the different countries on a very different scale, the foreign exchanges underwent the inevitable reaction. Had international intercourse been free, this reaction would have shown itself in the form of an adjustment of exchange quotations to the actual value of the currencies of the different countries, as measured in commodities, i.e., to their purchasing power parity. Practically, however, free international intercourse has to a large extent been interrupted, if not by Government interference, then by shipping difficulties and other circumstances, and the movements of the exchanges could to a certain extent remain independent of the internal value of the currency. In such circumstances the fundamental differences in the process by which the domestic and the international value of a currency is determined were bound to make themselves felt.

Internally, the purchasing power of money is established through the millions and millions of everyday transactions of the whole people. In normal times custom and tradition play a large part; even under disturbed conditions general income and price movements as a rule proceed in a very gradual way. The process of variation may from time to time show some acceleration. However, as long as it does not reach the point at which distrust of the currency appears, it remains essentially a process of gradual reorganisation. Only events of the very first magnitude may occasionally cause a sudden shock, which, starting at the centres of economic life, spreads its influence like a stone thrown into the water.

Internationally, on the other hand, the process of price determination is practically centralised in the exchange markets of the different countries. These markets, which are essentially one world market, respond, as other markets



même que les autres marchés du même ordre, facilement, peut-être trop facilement influencés par nombre de facteurs subtils qui peuvent se faire sentir, soit : l'anticipation d'événements à venir, les changements de point de vue ou d'attitude et les vagues d'optimisme et de pessimisme. En temps normal on à la certitude qu'un processus automatique de mouvement d'or maintient ce marché dans des limites très étroites. Cependant, depuis le début de la guerre, la suspension de ce processus automatique ainsi que celle du libre échange de produits a donné à ce marché une liberté de mouvement qu'il n'avait jamais connue. En l'absence de limite normale, tous les facteurs ci-dessus mentionnés, et en particulier tous les changements dans la situation militaire pouvaient se manifester pleinement. D'autres facteurs aussi ont aggravé la situation des changes. Au cours de la guerre, les besoins de la plupart des belligérants en produits essentiels à la vie et à la guerre et dépassant ceux fournis à l'intérieur de leurs propres frontières, devinrent si impérieux que la plupart des relations commerciales normales furent arrêtées. Tant que les pays en question avaient à leur disposition une quantité suffisante de valeurs qu'ils pouvaient vendre à l'étranger, ou pouvaient se procurer des crédits étrangers à un taux raisonnable, le cours naturel du marché des changes ne fut guère influencé par ces facteurs. En ce qui concerne les changes des principaux alliés sur New-York, il fut même possible d'aller plus loin, et tous les paiements entre ces places furent effectués à une parité déterminée, légèrement moindre que celle d'avant-guerre. La consommation de produits considérés comme essentiels, fut ainsi facilitée au prix de la richesse du pays. Cependant, il en résulta une diminution dans le stock de valeurs étrangères et une création de nouvelles dettes à l'étranger dans une mesure telle, que dès que les besoins de guerre cessèrent le système fut abandonné et le contrôle du marché rendu au libre mouvement des changes.

En même temps, il fut impossible d'obtenir des crédits de Gouvernement aux États-Unis, et la situation de certains pays intéressés empira de beaucoup. Les besoins impérieux en produits de première nécessité ne diminuèrent pas et la capacité productive des pays n'était pas encore rétablie. Des prêteurs individuels étaient difficiles à trouver. De plus, la situation financière dans plusieurs pays créditeurs rendait difficile une extension plus large des crédits étrangers. Tout ceci se refléta dans la situation des changes, qui souvent, tombèrent au-dessous de leur parité de puissance d'achat. La restriction des exportations et l'établissement de subventions en vue des produits de première nécessité, achetés dans ces conditions défavorables, empêchèrent les prix nationaux de s'ajuster au nouveau niveau des changes, et tendirent en même temps à prolonger leur situation défavorable et anormale.

En ce qui concerne les différents États de l'Europe centrale, la situation était, et est encore bien pire. L'inflation a non seulement pénétré beaucoup plus largement toutes leurs organisations économiques, mais en même temps le besoin de produits nécessaires à la vie ainsi que la désorganisation de la balance commerciale se font bien plus sentir. De plus, la difficulté qu'il y avait à trouver des prêteurs qui, à l'origine, ne se trouvaient que dans un petit nombre de pays neutres, fut aggravée par la situation politique incertaine, la crainte d'une inflation plus forte, et d'autres facteurs. Ainsi ces pays, et l'Allemagne en particulier, eurent recours à

of the same kind respond, readily, perhaps too readily, to all the thousand subtle influences that may spring up, to every anticipation of coming events, every change of aspect or attitude, every touch of optimism or pessimism. In normal times the certitude of an automatic process of gold movements holds this market between very narrow limits. Since the beginning of the war, however, the suspension of this automatic process and of the free intercourse of commodities, has given this market a freedom of fluctuation never experienced before. In the absence of the normal limits all the factors mentioned, and in particular all changes in the military situation, could exert themselves with their full weight.

Still other factors aggravated the exchange situation. In the course of the war, the need of most belligerents for the essentials of life and warfare above those supplied within their own borders became so imperative that all normal relations in the balance of trade were broken through. As long as the countries in question had at their command a sufficient quantity of securities that could be sold in foreign countries, or were in a position to get foreign credits at a not too abnormal price, the natural trend of the exchange market remained to a certain extent undisturbed by these factors. In the case of the exchanges of the principal Allies on New York a step further was even possible, the whole of the payments between both sides being effected at a chosen parity somewhat below the pre-war parity. Consumption deemed essential was thus promoted at the price of the country's wealth. However, it involved a depletion of the stock of foreign securities and a creation of new debts abroad to such an extent that as soon as the needs of war were over the system was dropped and the command over the market restored to the freely moving exchanges.

As, at the same time, the possibility of Government credits in the United States fell away, the position of some of the countries involved grew much worse. The imperative need for first necessities of life remained, and the productive capacity of the country had still to be restored. Foreign credits, therefore, had to fill up the deficiency. Individual creditors, however, were often difficult to find. Moreover, the financial situation in several creditor countries made further expansion of foreign credits difficult. All this reflected itself in the exchange situation, which was in many cases weakened below purchasing power parity. Restriction of exports, and subsidies on the first necessities of life purchased under these unfavourable conditions, prevented inland prices from adjusting themselves to the new level of exchanges, and tended at the same time to continue this abnormally unfavourable exchange position.

The case of the different States of Central Europe was, and is still, much worse. Not only has the process of inflation permeated much further the whole economic body, but at the same time the need for first necessities of life, as well as the disorganisation of the balance of trade, are much greater. Moreover, the problem of finding creditors, originally restricted to a small number of neutral countries, was extremely hampered by uncertain political conditions, fear of further inflation and other factors. Under these circumstances these countries, and Germany in particular, had recourse to a mass-export of paper money, thus offering an object



l'exportation en masse de papier-monnaie, offrant ainsi à l'étranger un instrument de spéculation au prix que celui-ci était disposé à le payer. Inutile de dire que ces méthodes, utilisées simultanément par beaucoup de personnes qui, craignant des mesures fiscales sévères et pour d'autres raisons, essayaient d'exporter leur fortune, eurent un effet désastreux sur les changes de ces pays et leur permirent d'atteindre une valeur de beaucoup inférieure à leur parité de puissance d'achat. Il en résulta inévitablement une période de liquidation et une accélération dans la réorganisation des prix à l'intérieur du pays, qui ne put être que partiellement retardé par des mesures préventives.

Tous ces facteurs exercèrent leur influence maxima au cours de l'hiver dernier. Actuellement les changes de la plupart des pays se sont quelque peu améliorés. Cependant le problème des changes reste d'une importance capitale pour eux. Il est difficile de montrer le point le plus faible de la désorganisation de la vie financière de ces pays. Réside-t-il dans la situation des changes ou dans l'inflation qui se poursuit toujours ?

#### *Dépréciation de l'or.*

6. Pour compléter ces observations sur la situation financière en général, il y a lieu de discuter également les fluctuations dans la valeur de l'or pendant les années qui ont suivi le début des hostilités.

Pendant la guerre, l'or eut un rôle important dans les paiements internationaux. De grandes quantités d'or affluèrent vers les pays neutres les plus favorablement situés de l'Europe, et vers les Etats-Unis. Dans certains de ces pays l'or peut même avoir été une cause de l'accroissement de la circulation des billets de banque ; dans la plupart des cas, ainsi que nous l'avons déjà dit, sa fonction principale a été de permettre à ces pays de couvrir la demande toujours croissante de billets de banque, sans être obligés de dépasser les dispositions légales concernant la couverture or. Ainsi, l'or a déprécié en même temps que la base générale de circulation de ces pays. Depuis, les pays neutres de l'Europe dont les stocks d'or ont augmenté le plus, se trouvent même confrontés par le problème résultant d'une dépréciation plus grande de leur monétaire vis-à-vis du dollar américain, les Etats-Unis étant actuellement le principal pays où l'or circule librement. Aux Etats-Unis, la valeur de l'or mesurée en terme de produits, est actuellement 40 pour cent de celle d'avant-guerre. Nous devons cependant nous rappeler que depuis 1914, la libre circulation de l'or a, en général, été interrompue.

## II.—PROBLÈME DE LA CIRCULATION.

### *Arrêt de l'inflation.*

7. Le point de départ de tous les efforts en vue de rétablir l'ordre et la sécurité dans le mécanisme des changes nationaux et internationaux doit être constitué par la cessation absolue de toute inflation complémentaire. Il faut, pour cela, en premier lieu, arrêter la création de tout nouveau pouvoir d'achat par le Gouvernement et ceci n'est possible qu'en rétablissant l'équilibre dans le budget des différents Etats, de façon à couvrir les dépenses courantes au moyen des revenus courants et des impôts. Les emprunts ne peuvent être admis que pour des dépenses au compte capital. Après

of speculation to the foreigner at the price this foreigner was prepared to pay for it. It is needless to say that these methods, used at the same time by many people who in fear of far-reaching measures of taxation and for other reasons, tried to transfer their fortunes over the frontier, had a destroying effect on the exchanges of these countries, allowing them to drop far below purchasing power parity. A period of selling out and an increasing rate of adjustment of inland prices was the inevitable result, which only to a certain extent could be retarded by countervailing measures.

All these factors had their fullest effect during last winter. At the present moment the exchanges of most of these countries show some improvement. However, the exchange problem remains for these countries one of overwhelming importance. It is difficult to say where the weakest point in the disturbed financial organisation of these countries is to be found—in the exchange position or in the ever-proceeding inflation.

#### *Depreciation of Gold.*

6. To complete these observations on the general financial situation, some words must be said about the changes in the value of gold during the years after the outbreak of war.

Gold played an important part in international payments during the war. Large quantities flowed into the better-situated neutral countries of Europe, and into the United States. In some of these countries the gold in itself may perhaps for some time have formed a cause of forcing up the circulation of bank-notes: in most cases, as already mentioned, its principal function has been to enable those countries to respond to the ever-increasing demand for bank-notes without being compelled to exceed legal prescriptions as to gold cover. In this manner gold depreciated with the general currency standard of those countries. Since then even those neutral countries of Europe whose stocks of gold most increased are faced with the problem of an increasing discount of their currency against the American dollar, the United States being at this moment the principal free gold country. In the United States the value of gold as measured in commodities is at this moment 40 per cent. of its pre-war value. We must, however, bear in mind that since 1914 free gold movements as a rule have been interrupted.

## II.—CURRENCY PROBLEMS.

### *Stopping of further inflation.*

7. The starting-point of all efforts to restore order and security in the mechanism of national and international exchange must be the absolute cessation of all further inflation. This implies, in the first place, that all creation of additional buying power by the Government must come to an end, which can only be done by restoring equilibrium in the budgets of the different States in such a way that current expenditure is met by current income and taxation, loans only being admitted for capital expenditure.

After what has been said in preceding paragraphs, these

les éclaircissements fournis ci-dessus il n'est pas nécessaire de donner d'explication complémentaire de ces principes. Il est tout à fait essentiel que le public se rende compte de la véritable signification de l'inflation. L'inflation en elle-même ne pourra jamais augmenter le quantité de produits disponibles pour la communauté. Aussi, si l'Etat, afin de ne pas réduire la puissance d'achat de la communauté, ne veut pas décréter des impôts suffisants pour couvrir ses dépenses, ou si, d'autre part, il augmente artificiellement la puissance d'achat en fournissant des commodités et des services à un prix moindre que le prix coûtant, il y aura inévitablement une baisse correspondante de valeur de l'unité qui constitue la puissance d'achat, avec tous ses inconvénients (dislocation de la richesse et des revenus) et ses effets perturbateurs sur les prix et les changes étrangers.

Même dans les pays qui ont le moins souffert de l'inflation, la mise en action des mesures nécessaires pour arriver à un nouvel équilibre, sera très difficile. Il sera nécessaire d'augmenter radicalement les impôts; les services du Gouvernement qui travaillent de plus en plus à perte, soit par suite d'un retard exagéré à reconnaître le besoin de modifier les prix dans la mesure de la dépréciation du monétaire ou par suite d'une idée exagérée de leur caractère d'utilité publique, doivent être réorganisés sur une base commerciale. De même les subventions pour l'achat de denrées alimentaires et autres produits de première nécessité, devront être graduellement supprimées. Il sera difficile d'atteindre rapidement ce résultat. Cependant, maintenant que le fardeau d'une guerre active a, dans une large mesure, disparu, ces mesures doivent être prises aussi rapidement que possible, car les difficultés de réorganisation ne pourront qu'être aggravées à chaque pas qui serait fait dans la mauvaise direction. D'autre part, on se rendra vite compte que l'arrêt de l'inflation entraînerait bien plus que la simple fixation de la situation actuelle. Non seulement les changes seront ils libérés de l'effet déprimant causé par l'anticipation d'inflations complémentaires et une nouvelle base pour le commerce et les crédits étrangers établis, mais encore l'une des causes principales qui trouble les relations entre le travail et le capital avec son effet fâcheux sur la production, sera abolie. Ainsi il y a une forte probabilité que même sans mesures spéciales en vue de la déflation, les prix et les changes se tasseront à un niveau beaucoup plus favorable qu'on ne le pensait.

Dans les pays où l'inflation a atteint un degré plus sérieux, la position est plus difficile; l'inflation elle-même s'est répercutée sur les budgets d'une façon très défavorable; La production a été tellement désorganisée que les mesures radicales nécessaires aujourd'hui semblent à peine possibles et que d'ici longtemps on ne peut espérer que retarder le plus possible le processus de l'inflation. Dans l'état actuel les crédits étrangers sont, dans un avenir immédiat, peut-être le moyen le plus efficace de rompre le cercle vicieux.

On ne peut cependant envisager aucun projet de crédits qui n'ait pas comme condition essentielle la suppression, dans la mesure du possible, de tous les facteurs d'inflation.

principles need no further explanation. It is most essential that the real meaning of inflation should be understood by the general public. Inflation as such can never enlarge the quantity of commodities available for the community. Hence, if the State, in order not to reduce the purchasing power of the community, refrains from imposing taxes to meet its expenditure, or if, on the other hand, it artificially increases purchasing power by supplying commodities and services below cost, there must inevitably be a corresponding fall in the value of the unit in which purchasing power is expressed, with all its accompanying evils, its dislocation of wealth and incomes, its disturbing effects on prices and foreign exchanges.

Even for those countries which have suffered least from inflation, the carrying out of the necessary measures for arriving at a new state of equilibrium will be very difficult. Taxation has to be increased in a drastic way; Government services which, either from undue delay in recognising the need of adjusting charges to suit depreciation of the currency or from excessive notions of their character as "public utilities," are run at an increasing loss must once more be put on a commercial basis, while subsidies on foodstuffs and other necessities of life must gradually be abolished. All this will indeed be difficult to attain in a short time. Yet now that the burden of actual warfare has largely ceased, these steps must be taken as soon as possible, for the difficulty of reorganisation is being aggravated by every further step in the wrong direction. On the other hand, it will soon be found that stopping further inflation may mean much more than a mere fixation of the position of the moment. For not only will the exchanges be freed from the depressing effect caused by the anticipation of further inflation and a new basis for international trade and foreign credits be set up, but also one of the principal causes of abnormal friction in the relations of labour and capital, with its disturbing influence on production, will be abolished. Thus, there is a strong probability that, even without any special measures in the direction of deflation, prices and exchanges will settle down upon a much more favourable level than is anticipated.

In countries where inflation has reached a more serious pitch the position is most difficult. The inflation itself has reacted on their budgets in a very pernicious way. Production is so dislocated that the drastic measures which are necessary now seem hardly possible, and the most that for the moment seems within reach is to retard the process of inflation as much as possible. As things stand, foreign credits are in the immediate future perhaps the most effective means for breaking up the vicious circle.

No credit organisation, however, is conceivable which will not require, as a first condition, that everything is done in the direction of stopping inflation which is in any way practicable.

### *Resserrement du crédit.*

8. Les relations étroites entre l'inflation et la situation du marché monétaire ont déjà été indiquées dans un paragraphe précédent. Le marché monétaire a été directement influencé par ce processus non seulement dans les pays où la création d'une nouvelle capacité d'achat par le Gouvernement constitue le facteur principal de l'inflation, mais aussi dans ceux où l'amplification des prix et des revenus eut pour origine une combinaison de causes. La situation financière des diverses branches de la production fut affermie ; les stocks furent réduits et il en résulta une augmentation des dépôts en banque, tandis qu'en même temps le besoin d'emprunt à court terme devint moins pressant. A ce moment, il y eut, et il y a encore—de divers côtés, une tendance à conserver le capital d'exploitation sous une forme liquide dans une plus large mesure qu'en temps normal. L'augmentation des risques, le désir d'être bien placé pour se servir de ces fonds sans retard dans la situation actuelle, la crainte d'une baisse plus considérable des placements à longue échéance par suite d'une augmentation nouvelle des taux d'intérêts et d'autres facteurs d'un ordre général amènent le public à procéder ainsi, même lorsqu'un taux d'intérêt beaucoup plus élevé pourrait être obtenu à l'aide de placements d'un genre plus permanent.

On a constaté dans beaucoup de pays, des périodes où l'intérêt était très réduit et le phénomène aurait certainement été beaucoup plus marqué, si le Gouvernement n'était partout intervenu sur le marché et n'avait dirigé de ses différentes façons vers ses propres besoins les crédits provenant d'offres nouvelles. Ainsi dans de nombreux pays une grande partie des placements à court terme par les banques et autres prêteurs sur le marché monétaire ont directement et indirectement pris la forme de prêts au Gouvernement. Cependant, même ainsi, la situation des marchés a souvent été facile ; des prêts étaient accordés sans difficultés et de ce fait les conséquences que nous avons décrites se sont manifestées de plus en plus.

Depuis la guerre, certains des facteurs indiqués ont peut-être perdu de leur intensité ; dans diverses branches de l'industrie et du commerce les stocks sont en train de se compléter. L'augmentation des prix demande une augmentation du capital de roulement. Dans l'état actuel des choses, cependant, le marché monétaire, même dans les conditions actuelles, s'il était laissé libre et débarrassé des restrictions existantes, témoignerait sans doute, dans différents pays, d'une tendance marquée vers l'abondance monétaire.

Ainsi, les mesures à prendre pour maintenir les marchés monétaires dans certaines limites, forment une partie intégrante de la politique générale ayant pour objet la limitation de l'inflation. Ces mesures cependant, n'étant pas dirigées contre les causes profondes elles-mêmes, la politique à suivre est délicate et doit être appliquée avec soin. Les mesures qui exagèrent la restriction des bases du crédit ou l'augmentation du taux de l'intérêt peuvent facilement amener des difficultés pour la production et troubler les relations normales du crédit, ce qui rendrait inopérants des résultats favorables obtenus dans d'autres directions.

Le but général d'une telle politique doit être celui de faire correspondre les conditions du marché des placements à

### *Restriction of Credit.*

8. The close connection between inflation and the position of the money market has already been mentioned in a foregoing paragraph. Not only in those countries where the creation of new buying capacity by the Governments is the principal factor in the process of inflation, but also in those where similar price and income developments sprang up from a combination of causes, was the money market directly influenced by these developments. The financial position of several branches of production was strengthened, stocks were depleted, bank deposits as a result increased, while at the same time the need for loans on short terms decreased in several directions. At the same time there was and is in many quarters a tendency to keep a much greater part of the working capital in liquid form than in normal days. Increasing risks, the wish under present conditions to be in a position to use these sums at any moment, fear of further decline of the value of long-term investments as a result of continued increases of the rate of interest and other factors of a general order, induce people to proceed in this way, even when by more permanent forms of investment a much higher interest could be made.

Periods of very low interest have indeed been experienced in many countries, and the phenomenon would certainly have been much stronger if the Governments had not everywhere entered the market and by several ways directed the supply of fresh credit to its own needs. So in many countries a large part of the short-term investments by banks and other lenders in the money market have directly and indirectly taken the form of loans to the Governments. Even then, however, the position of the markets has often been an easy one. Loans were easily granted, and this in turn stimulated the developments described.

Since the war some of the factors mentioned have perhaps lost in intensity. In several branches of industry and trade stocks are in process of being replenished. Increased prices require increased amounts of working capital. As things stand, however, even under present conditions the money market, when left alone and freed from existing restrictions, would probably in several countries show a marked tendency towards easy money.

Thus, the measures which have to be taken to keep the money markets within due limits form an integral part of a general policy limiting inflation. As these measures, however, are not directed against the underlying causes themselves, the policy to be followed is a delicate one and must be handled with care. Measures that go too far in restricting the bases of credit or raising the level of interest may easily lead to difficulties for production and disturbances of normal credit relations, which far outweigh the favourable results obtained in other directions.

The general aim of such a policy must be to make conditions in the market for short investments correspond with

court terme à l'état réel de l'offre et de la demande de capital. A la suite de la consommation du capital et du délai dans les placements nouveaux des capitaux pendant la guerre, la position a changé considérablement ; d'une façon générale, les conditions et le taux d'intérêt des marchés des placements à long terme dans les divers pays, semble correspondre à ces changements. Une politique d'action en vue d'arrêter une nouvelle inflation doit entraîner des mesures destinées à causer, sur les marchés des placements à court terme, la même sélection naturelle qui, dans les circonstances actuelles, existe déjà sur le marché des placements à long terme ; l'équilibre doit être établi entre ces deux marchés pour que les demandes de crédits qui ne peuvent pas être couvertes sur le marché des placements à long terme et devraient par conséquent rester en suspens, ne soient pas couvertes sur le marché des placements à court terme. En général, cet équilibre sera atteint lorsque le taux d'intérêt des crédits en banque sur le marché monétaire est amené au niveau correspondant ou légèrement inférieur à celui en vigueur pour les placements à court terme. Si l'on veut amener une déflation, une politique restrictive plus prononcée encore sera inévitable. Pour atteindre ces résultats, il faut tout d'abord une politique active d'escompte de la part de la banque centrale, basée sur les principes ci-dessus. Les facteurs d'irrégularité mentionnés au début du paragraphe, continuent à exercer leur influence qui rend le marché plus facile. Un taux d'escompte élevé n'aura pas en lui-même le résultat désiré ; ainsi, les autres mesures que l'on utilise également en temps normal pour arriver à ce résultat, devront être mises en vigueur et en même temps le taux, auquel le Gouvernement convertit ses obligations à court terme en dette consolidée, devra être largement dicté par des considérations de ce genre. En temps normal, une politique de consolidation d'une telle dette, dans le plus bref délai possible, est certainement utile ; à présent cependant, il vaut mieux, tant que le Gouvernement n'est pas, de ce fait, entraîné à des dépenses plus grandes, placer l'excédent du marché monétaire en obligations du Gouvernement à court terme, plutôt que de le voir utilisé à des fins inutiles.

#### *Déflation.*

9. On peut maintenant se poser la question de savoir si, lorsqu'on a mis fin à l'inflation et atteint un nouvel équilibre, il y a lieu d'amener encore une déflation plus ou moins prononcée. Quoiqu'il faille laisser à l'avenir le soin de résoudre cette question, il y a lieu, cependant, de dire quelques mots de ce problème. La déflation ne serait jamais possible que d'une façon très progressive ; elle entraînerait alors une longue période de baisse graduelle des prix. Sans doute la production en souffrirait, car les salaires ne peuvent guère diminuer avec la même rapidité et dans les mêmes proportions que les prix. Cependant, ainsi que nous l'avons déjà dit, un taux d'intérêt élevé et des restrictions sévères au crédit, seraient les caractéristiques essentielles du processus. On rendrait certainement justice à la classe considérable des détenteurs de valeurs à revenu fixe d'avant-guerre. Cependant, la richesse nouvelle qui eut son origine pendant la guerre et fut accumulée dans une large mesure lorsque la puissance d'achat était dépréciée, serait augmentée en même temps. Pour le Gouvernement, le problème présenterait des

the real position of supply and demand of capital. As a result of the consumption of capital and the delays in new capital applications during the war, this position is profoundly changed. On the whole, the conditions and the rate of interest in the markets for long-term investments in the different countries seem to correspond with these changes. An effective policy to stop further inflation must imply such measures as will bring about on the markets for short investments already exists on the market for long investments. Equilibrium must be established between both markets in order that demands for credit, which cannot be met in the market for long-term investments, and therefore ought to remain unfulfilled, may not be met in the market for short-term investments. As a rule this equilibrium will be attained when the rate of interest for bank credits in the money market is brought on a level that corresponds with or is somewhat lower than the rate of interest for long-term investments. If deflation is aimed at, a still more restrictive policy will be inevitable.

The way by which all this can be obtained will be in the first place an active discount policy of the Central Bank, guided by the principles explained. However, as long as the disturbing factors mentioned in the beginning of this paragraph continue to make their easing influence felt on the market, a high discount rate by itself will as a rule not have the result desired. Thus, the other measures which are also used in normal times for these purposes will have to be put in force, while at the same time the rate at which the Government proceeds to convert its short-term obligations into funded debt must largely be governed by considerations of this kind. Under normal conditions a policy of funding such debt at the earliest possible moment is certainly desirable. At present, however, it is better that, so long as the Government is not induced by this to larger expenditure, the surplus of the money market should be temporarily invested in short-term government obligations rather than that it should be used to further undesirable developments.

#### *Deflation.*

9. The question arises whether, when further inflation has been stopped and a new equilibrium is reached, a deflation to a larger or smaller extent must be aimed at. Though a decision on this question must be left to the future, a few words must be said about the problem itself. Deflation would only be possible in a very gradual way. As such it would involve a long period of continuously falling prices. Without doubt this would affect production, as wages can hardly be expected to fall at the same rate and to the same extent as prices. Moreover, as already mentioned, a high rate of interest and a severe restriction of credit would be essential features of the whole process. Justice would certainly be done to the large class of holders of pre-war investments at fixed interest. However, the new wealth which sprang up during the war and to a large extent was accumulated at a purchasing power on a low figure, would be increased as well. For the Government the problem would present serious difficulties. The cancelling of a part of the outstanding notes, which would be necessary, ought

difficultés sérieuses. L'annulation nécessaire d'une certaine quantité de billets en circulation, devrait être effectuée au moyen des revenus courants et des impôts. D'autre part, comme la déflation serait automatiquement mesurée par une réduction des chiffres des revenus et des dépenses dans le budget du Gouvernement, le fardeau de tous les emprunts créés avant et pendant la guerre, et dont le montant resterait identique, se ferait sentir plus fortement.

La décision finale en ce qui concerne la politique à suivre à cet effet, sera et doit être déterminée par les conditions économiques générales de l'avenir. Nous avons déjà indiqué que, probablement, la stabilisation de la situation présente sera possible à des niveaux plus favorables que ceux que semblent indiquer les chiffres actuels. S'il en est ainsi, il est probable que la plupart des pays neutres, et l'Angleterre, la première parmi les belligérants, essaieront d'établir à nouveau, et aussitôt que possible, la parité or de leur circulation et y réussiront sans doute sans trop de difficulté.

En ce qui concerne les autres pays, la situation est plus difficile. On peut répondre à la comparaison avec ce qui se passa pour les dollars-papier aux États-Unis où après la guerre civile, une dépréciation du papier monnaie qui, à un moment donné, ne conservait que 40 pour cent. de sa valeur métal, fût compensée en moins de 15 ans, en faisant remarquer l'énorme différence entre les conditions qui existaient alors aux États-Unis et celles qui existent actuellement en Europe. Certainement, les perspectives d'avenir pour cette partie du monde, avec sa population très dense, ne sont pas brillantes. Outre sa production réduite, la situation internationale de l'Europe en tant que concurrent, est affaiblie de diverses manières; la base sur laquelle l'Europe pourra échanger ses produits industriels contre l'excédent de denrées alimentaires et autres nécessités dont elle a besoin provenant d'autres pays est, en apparence, moins favorable, tandis que la situation de l'Europe, comme pays créancier d'autres parties du monde, a profondément changé.

Nous en avons dit assez pour montrer que, dans la plupart des pays qui ne sont pas, économiquement parlant, les plus forts, la solution au problème de la déflation ne peut être apportée que dans l'avenir. D'après ce raisonnement, la fixation d'une nouvelle parité doit être remise à plus tard, quelque désirable qu'il puisse être de donner, aussitôt que possible, une stabilité maxima aux changes internationaux. Cette question sera discutée plus longuement au paragraphe suivant.

#### *Étalon-Or.*

10. Au point de vue théorique, le problème de l'étalon-or soulève de nombreuses discussions. Aujourd'hui cependant, où tant de systèmes de circulation sont désorganisés, tandis qu'en même temps, certains pays dont la situation financière et monétaire est assurée, ont pu mettre leur système de circulation sur une base or beaucoup plus large qu'avant la guerre, ces problèmes ne peuvent pas être considérés comme étant du domaine pratique.

La dépréciation de la valeur de l'or, cependant, appelle quelques remarques. Si l'or n'avait pas manifesté sa dépréciation, il n'eût certainement pas été possible pour un pays quelconque, de garder intact l'étalon-or, ni pour d'autres pays d'être en mesure de retrouver cette base. On peut

to be done out of current income and taxation. On the other hand, as the deflation would automatically reflect itself in a reduction of the figures of income and expenditure in the budget of the Government, the burden of all loans created before and during the war would, by remaining at the same figure, make itself felt with increasing weight.

The ultimate decision as to the policy to be followed in this direction will and must be governed by the general economic conditions which will prevail in the future. It has already been mentioned that probably the stabilisation of the present position will be possible at a more favourable level than present figures would seem to suggest. If so, it is probable that most neutral countries and England, in the first place among belligerent countries, will try to re-establish as soon as possible the gold parity of their currency and presumably will succeed in doing so without much hardship.

For other countries the position will be more difficult. Comparison with the history of the "Greenbacks," in the United States where, after the Civil War, in less than 15 years a depreciation of paper money, which at one moment was well below 40 per cent. of its metallic value, was wiped out, might be answered by pointing to the enormous difference between the circumstances then in the United States and now in Europe. Certainly, the outlook for this part of the world with its dense population does not seem bright. Apart from reduced production, the international competitive position of Europe is weakened in more than one direction; the basis on which Europe will be able to exchange its industrial products for the balance of foodstuffs and other necessities which it requires from other continents is apparently less favourable; while the position of Europe as a creditor of other parts of the world is profoundly changed.

Enough has been said to show that, in most countries which do not belong to the group of the economically strongest, the deflation problem is a problem the ultimate solution of which must be left to the future. On this reasoning the fixation of a new parity must for the present be postponed, however desirable it is to give, as soon as possible, as great a measure of stability as possible in the international exchanges. This point will be further discussed in a following paragraph.

#### *The Gold Standard.*

10. From a theoretical point of view, the problem of the gold standard presents many sides for discussion. In times such as these, however, in which so many currency systems are disorganised, while at the same time certain other countries whose financial and monetary position is strong have been able to put their currency systems on a much broader gold basis than before the war, these problems cannot be dealt with as practical questions.

The depreciation in the value of gold, however, calls for some comment. If gold had not shown this depreciation, it would certainly not have been possible for any country to keep the gold standard intact, nor for other countries to be within reach of return to this base. The question arises, however,

toutefois se demander ce qui arrivera à l'avenir. La dépréciation actuelle de l'or est, jusqu'à un certain point, le résultat du manque de commodités. D'autre part, la concentration de l'or dans certains pays, en même temps que d'autres facteurs qu'il est inutile d'énumérer, peut avoir amené une baisse de la valeur de l'or plus prononcée que celle qui se serait manifestée autrement. Avec le temps, lorsque les mouvements internationaux de l'or et les relations internationales dans leur ensemble, auront été libérés des restrictions actuelles, un nouvel équilibre entre l'or et les produits (puisque le coût de la production de l'or est mesuré en produits) devra être rétabli. S'il est vrai qu'à présent l'or est moins cher qu'il ne devrait l'être, par suite du manque de produits, le maintien d'un étalon-or, ou dans d'autres pays le maintien des changes à un équilibre stable avec celui des pays à étalon-or, constituera en lui-même une sorte de déflation.

### III.—PROBLÈME DES CHANGES.

#### *Stabilité des Changes.*

11. La stabilisation des changes nécessite deux choses ; un équilibre nouveau et une déviation minima de ce nouvel équilibre. Cet équilibre qui doit nécessairement se produire autour de la parité des puissances d'achat des monétaires des pays en question, ne peut être atteint que lorsque la puissance d'achat elle-même a été stabilisée, c'est-à-dire lorsque l'on a mis fin à de nouvelles inflations. Nous avons déjà examiné les difficultés qui se présentent pour beaucoup de pays lorsqu'il s'agit de remplir cette condition essentielle.

Une autre condition essentielle est la restauration du libre échange de produits. Dès que l'on aura mis fin effectivement à de nouvelles inflations, il ne sera pas très difficile de remplir cette condition accessoire. Cependant, dans les pays où l'inflation a été très considérable, l'un des effets en a été une perturbation des prix à l'intérieur du pays. Ceux-ci ont atteint des chiffres extrêmes, et des objets de première nécessité sont devenus des objets de luxe, tandis que des objets de luxe d'avant-guerre ont, par suite de leur peu d'utilité relative, diminué beaucoup de valeur. Ainsi un grand contraste a pu se manifester avec les pays où les conditions sont restées plus ou moins normales, et il en résultera la vente à l'étranger d'objets tels que livres, œuvres d'art et autres, qui forment une partie intégrante de la civilisation du pays. Ici également le processus de la reconstruction ne peut être que graduel. Dans une période de transition, une politique consistant à imposer des droits d'exportation sur ces objets, constitue une réaction naturelle et logique.

Il y a lieu également de prendre des mesures pour débarrasser les changes de la pression de diverses formes de crédits internationaux non consolidés, et plus particulièrement, des grandes quantités de papier-monnaie que certains pays ont exportées à l'étranger ; ces quantités de papier-monnaie non seulement troublent les changes, mais sont même une menace pour la stabilité intérieure, car le retour de cette masse dans le pays reste toujours possible. Dans certains cas, les quantités en question semblent être si considérables que le problème sera très difficile à résoudre ; la meilleure alternative serait d'avoir recours à un projet de consolidation, par lequel ce papier-monnaie serait converti en une forme plus permanente de crédits.

what will be the development in the future. The present depreciation of gold is to some extent a result of the scarcity of commodities. On the other hand, the concentration of gold in some countries together with other factors, which we need not enumerate, may at the same time have brought down the value of gold lower than otherwise would have been the case. In course of time, when international gold movements and international intercourse as a whole will be freed from present restrictions, some new equilibrium between gold and commodities (since the cost of production of gold is measured in goods), must re-establish itself. If it is true that at present gold is cheaper than the scarcity of goods would justify the maintenance of the gold standard, or in other countries the keeping of exchanges at a stable point with gold countries, will in itself be a kind of deflation.

### III.—EXCHANGE PROBLEMS.

#### *Stability of Exchanges.*

11. Stability of exchanges involves two things : a new equilibrium and as little deviation as possible from this new equilibrium. Such a new equilibrium, which must necessarily be at the purchasing power parity of the currencies of the countries involved, can only be reached when purchasing power itself has regained stability, *i.e.*, when all further inflation has been stopped. The difficulties which for many countries are involved in the fulfilment of this paramount condition have already been considered.

The next essential condition is the restoration of free exchange of commodities. As soon as further inflation is really arrested, the fulfilment of this condition will in most cases not present great difficulties. In those countries, however, where inflation has gone very far, one of the effects has been an internal disturbance of prices, which may have gone to great extremes, things of everyday life having of sheer need become luxuries of the first order, luxuries of former days, as a consequence of their relative uselessness, having very much fallen back. Thus a very great contrast with countries where conditions remained fairly normal is possible, which would lead to the selling abroad of such things as books, works of art and other things that form part of a nation's culture. Here also the process of re-adaptation can only be a gradual one. In the period of transition, a policy of export duties on such commodities is a natural and logical reaction.

Steps must also be taken to relieve the exchanges of several forms of unfunded international credits, and especially of the large amounts of paper money which some countries have exported into foreign countries. These amounts of paper money not only disturb the exchanges but form at the same time a menace to internal stability, as an influx into the issuing country is at any time possible. In some cases the amounts involved seem to be so large that the problem will be very difficult to solve, the most likely possibility being to try some scheme of funding these notes into a more permanent form of credit.



Dès que ces diverses difficultés seront résolues et une certaine stabilité rendue aux changes, se posera la question de maintenir cet équilibre avec des conditions qui changent tous les jours. La meilleure politique est sans doute celle qui consiste à former une couverture-or suffisante, et à rétablir en même temps la liberté des mouvements internationaux de l'or. Tel doit être le but des pays qui pensent pouvoir rétablir la parité-or dans un avenir raisonnable; la plupart des pays cependant, ne sont pas dans cette situation. L'arrêt de l'inflation amènera une stabilisation sur une base encore tellement au-dessous de l'ancienne parité or, que le rétablissement de cette parité sera pour longtemps hors de question. Les observations faites ci-dessus en ce qui concerne le problème de la déflation, indiquent que dans ces cas il ne serait pas recommandable d'opérer la stabilisation en établissant une nouvelle parité or. Cependant, le rétablissement du libre mouvement de l'or à cette nouvelle parité signifierait le placement d'une partie de la richesse de la nation en une couverture or et comme cette couverture doit être assez considérable, ce n'est pas là une mesure pratique au début de la période de reconstruction.

Ainsi, l'on peut espérer que consciemment ou inconsciemment, la plupart des pays adopteront un système qui a été suivi par l'Autriche pendant plusieurs années, en vue de stabiliser le florin déprécié et de conserver, après 1892, sa parité à la nouvelle couronne. Durant cette période, l'Autriche a prouvé que, par une politique intelligente à l'égard des changes étrangers, alliée à une politique d'escompte restrictive, le Gouvernement et la Banque centrale agissant de concert pouvaient maintenir la stabilité des changes et graduellement former une nouvelle couverture-or. Une telle politique qui, dernièrement, a été suivie par de nombreuses banques d'émission, dans des circonstances différentes, laisserait toujours la possibilité de prendre des mesures, si on les considérait utiles, en vue de la déflation, au moyen d'une amélioration graduelle du niveau des changes. Naturellement, la politique décrite ici est très délicate et a ses points faibles, mais on ne peut reprocher à une politique des faiblesses qui résultent de la situation même.

#### *Autres propositions.*

12. Il convient d'examiner brièvement certaines autres propositions qui ont été faites. Des échanges internationaux de produits peuvent avoir une certaine utilité dans le cas des transactions individuelles; on élimine ainsi l'influence pernicieuse d'une situation instable des changes. Cependant, on ne peut les envisager que quand chaque partie est en possession des produits que l'autre partie convoite en échange de ceux qu'elle possède. On ne peut prétendre résoudre entièrement ainsi le problème des changes.

On a proposé aussi de créer une nouvelle circulation or et peut-être une nouvelle banque d'émission. Naturellement le problème même des changes, qui consiste essentiellement dans la stabilisation de la situation dans son ensemble par la cessation de l'inflation, ne peut être ainsi résolu. Si l'inflation ne cesse pas la nouvelle circulation diminuera également de valeur ou bien dans les rapports entre le nouveau et l'ancien monétaire, les mêmes difficultés, que l'on voit aujourd'hui sur le marché des changes se produiront; la seule différence serait dans le fait, qu'un marché essentielle-

As soon as these several difficulties are solved, and some stability restored to the exchanges, the problem arises of maintaining this equilibrium under the changing conditions of every day. The best policy is without doubt the formation of a sufficient gold fund and the restoration of freedom in international gold movements. For countries which see their way to restore gold parity within a reasonable period, this must be the aim. Most countries, however, will not be in that position. The stopping of further inflation will lead to a stabilisation on a base which is still so much below the old gold parity that a restoration of these parities is out of the question for some time to come. The observations made above on the deflation problem suggest that in such cases, stabilisation by setting up a new gold parity would not be advisable. Moreover, the restoration of free gold movement at this new parity would involve the investment of a part of the wealth of the nation in a gold fund, and as such fund ought not to be too small, this is not a measure which could be expected at the outset of the period of reconstruction.

In this manner one may expect that consciously or unconsciously most countries will adopt a system such as has been followed by Austria during a number of years in order to stabilize the depreciated florin and after 1892 to keep the new crown at its face value. In this period Austria has proved that by an intelligent policy in the field of foreign exchanges, coupled with a restrictive discount policy, the Government and the Central Bank, acting closely together, were able to maintain stability in the exchange quotations and gradually to build up a new gold fund. Such a policy, which of late years has been followed by many other Banks of Issue, though under different circumstances, would leave the field open for measures of deflation, when thought advisable, through a gradual raising of the general exchange level. Of course the policy here described is a delicate one, which has its weak sides. But a policy can hardly be blamed for weaknesses which are inherent in the situation itself.

#### *Other Proposals.*

12. A few words may be said in this connection about some other proposals that have been put forward.

International barter may have its uses in a limited field. In individual transactions it eliminates the disturbing influence of an ever-changing exchange position. It can, however, only be considered where each party is in possession of the commodities the other party wants to have in exchange for his commodities, and makes no claim to solve the exchange problem as a whole.

Another proposal is the creation of a new gold currency and perhaps a new Bank of Issue. Obviously the exchange problem itself, which essentially consists in stabilising the whole situation through the cessation of inflation, cannot be solved in this way. Unless inflation ceases, either the new currency will depreciate as well, or in the relation of the new and the depreciated currency the same difficulties will arise as are experienced to-day in the exchange market. The difference would be that an essentially free market would be replaced by some organised form of price determination.

ment libre serait remplacé par une forme organisée de fixation des prix qui pourrait peut-être avoir un effet favorable, en maintenant les fluctuations dans des limites étroites. D'autre part, une telle organisation pourrait peut-être jouer un grand rôle dans un projet de crédits internationaux.

#### IV.—CRÉDITS INTERNATIONAUX.

##### *Crédits de relèvement.*

13. Dans un précédent paragraphe, on a expliqué pourquoi dans nombre d'États, y compris plusieurs des États récemment formés, le problème du crédit international est à l'heure actuelle une question de la plus haute importance. Les changes très variables, les besoins plus pressants de crédits étrangers en vue de payer les produits indispensables importés de l'étranger et, d'autre part, la difficulté croissante d'obtenir ces crédits, constituent un processus cumulatif bien dangereux. Les difficultés d'ordre politique, les nouvelles frontières tracées, sans tenir compte des conditions économiques, ainsi que d'autres facteurs du même genre, rendent la situation plus difficile.

Dans certains cas, le processus a atteint un point où ces États doivent envisager un manque général de denrées et d'autres produits de première nécessité tel que l'aide de l'étranger est indispensable. Ce n'est pas sur le genre de crédits à consentir en cette matière que porte la discussion. Ils sont destinés au soulagement immédiat d'une population presque affamée; indirectement, en poursuivant ce but, ces crédits peuvent aider à la remise en état de la vie économique en général, quoique, par suite de leur caractère, il soit difficile de donner à ces crédits une base commerciale dans le sens strict du mot, qui encouragerait les prêteurs particuliers à fournir les fonds nécessaires. Ainsi des crédits de secours de ce genre prendront en général la forme de prêts de Gouvernements étrangers aux Gouvernements des pays emprunteurs, soit directement, soit par l'intermédiaire d'un organisme approprié. Il sera difficile d'établir un type de garantie pour ces crédits sans enlever, dans une large mesure, au pays emprunteur, la libre disposition de son actif national. Étant donné qu'en vue de la reconstruction de la vie économique, des crédits nouveaux seront indispensables, il est très désirable que lorsqu'on exige des garanties pour les crédits de secours, les pays emprunteurs ne demandent que le strict nécessaire, laissant aux *emprunteurs* la possibilité de crédits ultérieurs; les crédits consentis il y a quelques semaines à l'Autriche et à la Pologne sont des exemples du crédit dont nous venons de parler.

##### *Crédits de Reconstruction.—Observations générales.*

14. Dans la plupart des États, les conditions sont moins désespérées; cependant la situation est telle qu'en vue du rétablissement de la vie économique, des crédits étrangers sont indispensables sur une échelle beaucoup plus large que celle actuellement en vigueur.

Le manque de certains moyens de production essentiels constitue la cause principale de la baisse de la production; dans l'agriculture, le manque d'engrais et d'outillage nuit à la capacité productrice du sol et entrave les travaux des paysans; dans le domaine industriel, les usines et la main d'œuvre chôment ou ne travaillent que partiellement, par suite du manque de matières premières, de charbon et parfois de denrées alimentaires qui doivent être importées de

which perhaps might have a favourable effect in keeping fluctuations between narrower limits. On the other hand, such a new body could perhaps play a large part in any scheme of international credits.

#### IV.—INTERNATIONAL CREDITS.

##### *Relief Credits.*

13. In a foregoing paragraph was explained why, for a number of States, including several of the newly formed States, the problem of international credit is under present circumstances a question of the highest importance. Fluctuating exchanges, increasing needs for foreign credits to cover indispensable goods to be imported from abroad, and on the other hand diminishing possibilities for obtaining these credits, constitute a dangerously cumulative process. Difficulties of a political order, boundaries of new States, designed without any regard to economic conditions, and other factors of this kind, aggravate the position.

In some cases the development has proceeded so far that these States are faced by a general shortage of food-stuffs and other necessities of life of so serious a character that help from abroad is essential. The class of credits granted for these purposes does not raise many questions. Their immediate aim is the relief of an almost starving population. Indirectly, in attaining this end, they may also further the restoration of economic life as a whole, though the character of these credits renders it hardly possible to give them a commercial basis in the stricter sense of the word, such as would induce private lenders to supply the necessary funds. Thus, relief credits of this kind will as a rule take the form of loans from foreign Governments to the Governments of the borrowing countries, either directly or by the intermediary of an international body equal to this task. It will be difficult to frame a form of guarantees, if desired, for such credits, which will not seriously impair the borrowing country's power to dispose of its public assets. Since for the reconstruction of economic life further credits will be indispensable, it is most desirable that, in obtaining guarantees for these relief credits, the lending countries do not go farther in their claims than is deemed strictly necessary for the purpose, leaving as much opportunity as possible for further credits. The credits granted to Austria and to Poland some weeks ago are examples of the form of credit discussed in this paragraph.

##### *Reconstruction Credits.—General Observations.*

14. In the majority of States conditions are less desperate, yet the position is such that for the restoration of economic life foreign credits on a much larger scale than are at present available are indispensable.

Lack of certain essential means of production is the chief cause of the decrease of production. In agriculture, lack of fertilizers and tools handicap the fertility of the soil and the labours of the peasant population. In the industrial field, the factories and man power lie idle or are working short time owing to shortage of raw materials and coal and in several cases of supplementary foodstuffs to be imported from abroad. In other cases raw materials are produced in



l'étranger. Dans d'autres cas, les matières premières sont produites en quantités suffisantes, mais on ne possède pas les moyens de remettre en état l'outillage usé, en important de nouvelles machines de l'étranger. De plus, certains organes du mécanisme de production et, en premier lieu les moyens de transport à l'intérieur des pays sont en très mauvais état par suite de la difficulté qu'il y a à obtenir le matériel roulant nécessaire et le reste de l'outillage qui doit provenir de pays situés dont la situation est meilleure.

En temps normal, le commerce international ne manquerait pas de remplir sa fonction essentielle, qui est de rétablir et de maintenir un certain équilibre dans les approvisionnements des différents pays. Dans des conditions normales, une disette entraînerait la certitude de gros bénéfices, attirerait les produits, et l'on trouverait les crédits nécessaires quand le besoin s'en fait sentir.

Même dans les conditions actuelles, plusieurs formes de crédits étrangers, sur une base toute commerciale, sont en opération; le montant de ces crédits privés, ainsi que les conclusions qu'on peut en tirer pour l'avenir, seront examinés ci-dessous. Mais ce n'est là qu'un commencement, et un système de coopération internationale sera sans doute nécessaire; quelque système qu'on adopte, on se trouvera en présence des mêmes obstacles d'ordre général qui, à présent, retardent le développement des crédits privés.

Ainsi, le premier et principal problème à résoudre consiste à supprimer ces obstacles dans la mesure du possible, et comme ils sont d'ordre économique, ainsi qu'il a été expliqué plus haut, il est clair dès à présent qu'il faut tout faire pour en supprimer les causes profondes; *ainsi la condition fondamentale de tout système de coopération internationale doit être que les pays emprunteurs prennent toutes les mesures possibles en vue d'arrêter une nouvelle inflation et de rétablir l'ordre dans leur circulation et leur change.*

Dans la plupart des cas cependant, cela ne suffira pas; des garanties spéciales seront nécessaires pour amener les prêteurs privés à fournir les fonds nécessaires et les Gouvernements étrangers à admettre un projet de prêt international; la forme de ces garanties sera discutée plus loin.

Une autre question à résoudre est celle de savoir jusqu'à quel point les crédits de reconstruction doivent obtenir la priorité sur les engagements internationaux antérieurs; cette question se pose non seulement dans le cas d'un prêt international consenti aux Gouvernements, mais aussi dans le cas d'un système de crédits privés, dès que le Gouvernement du pays emprunteur lui-même assume une part de responsabilité. En ce qui concerne différents Etats qui ont des engagements en cours datant d'avant la guerre, cette question sera difficile; de plus, la plupart des Etats que l'on pourrait comprendre dans un tel projet ont vu leur dette à l'étranger augmenter considérablement pendant la guerre, et certains, à la suite des traités de Paix, ont à faire face à des engagements très onéreux. En droit, le principe existe que des créances provenant d'un secours accordé à une personne qui, pour le moment, n'est pas en mesure de remplir ses engagements, mais qui, grâce à ce secours, pourrait reprendre ses paiements, ont une priorité sur les engagements conclus au préalable. Dans le cas de certains Etats, il sera difficile de trouver des prêteurs nouveaux si ce principe n'est pas, jusqu'à un certain point, accepté, ou si les nouveaux crédits ne sont pas tout au moins mis sur

sufficient quantities, but the necessary means to improve a worn-out plant by importing new machinery from abroad are absent. Also some of the general features of the mechanism of production as a whole, in the first place the means of inland transport, are in a very poor condition owing to the existing difficulties of obtaining the necessary rolling-stock and other implements from better-situated countries.

In normal times international trade would not fail to perform its essential function of restoring and maintaining some equilibrium of supply throughout the different countries. The shortage would under normal conditions imply a certitude of high profits, which would attract commodities and, if necessary, would induce the necessary foreign credits to come forward.

Even under present conditions several forms of foreign credits on a wholly commercial basis are in operation. The extent to which such private credits are granted and the conclusions that may be drawn as to further developments will be discussed below. Yet all that has been reached in this direction is only a beginning, and some scheme of international co-operation will probably be necessary. Any scheme, however, that may be adopted will find in its way the same general obstacles which at present retard the development of private credits.

Thus, the first and foremost problem to be solved is to devise means to remove these obstacles so far as possible. As far as these obstacles are of an economic order as explained in the foregoing pages it needs no further arguing that all must be done to remove the underlying causes. *Thus, the fundamental condition of any scheme of international co-operation must be that the borrowing countries take all measures that are within their reach to stop further inflation and to restore order in the field of currency and exchange.*

In most cases, however, this will certainly not be enough and special guarantees will be necessary to induce private lenders to supply the necessary funds or foreign Governments to enter into any scheme of an international loan. The form of these guarantees will be discussed further on.

A second question to be solved is whether and to what extent reconstruction credits must have a priority above international obligations of an earlier date. This question presents itself not only in the case of an international loan granted to Governments, but also in the case of a system of private credits, as soon as the Government of the borrowing country itself undertakes some joint liability. In the case of several States which have a considerable amount of outstanding obligations concluded before the war, this question will be a difficult one. Moreover, most States, which might be included in some scheme, have largely increased their foreign debt during the war, while some stand under heavy obligations of indemnity as a result of the Peace Treaties. It is a principle of general law that claims arising out of assistance to a person who is for the moment not in a position to fulfil his obligations but by this assistance may restore his ability to pay, have a priority over obligations of a former date. Indeed, in the cases of several States it will be difficult to find new creditors unless this principle is to some extent accepted or, at any rate, new credits are ranked with existing obligations. As reconstruction credits need time to make their influence felt, the postponing of payments on existing

le même pied que les engagements déjà conclus. Comme les crédits de reconstruction exigent un certain temps avant de faire sentir leur influence, la remise à plus tard des paiements provenant d'engagements déjà existants accélérera, dans la plupart des cas, le processus de la reconstruction.

Dans le cas de l'Allemagne et des autres puissances centrales, plusieurs autres questions se présentent en ce qui concerne le traité de Paix. Il suffira d'en mentionner deux principales.

Tout d'abord, il est nécessaire que l'indemnité à payer soit fixée, d'une façon ou d'une autre. Dans l'état actuel des choses, il ne sera guère possible d'établir un système de coopération internationale avec la participation de l'Allemagne, tant que ce point ne sera pas réglé.

Une seconde question, liée aux traités de Paix, provient du fait qu'une grande partie de l'actif et des sources de revenus des Gouvernements et d'autres personnes, qui pourrait, d'une façon ou d'une autre, servir de garantie pour les nouveaux crédits, est déjà hypothéquée par suite des engagements imposés par les traités de Paix et, dans le cas de l'Autriche, par des créances nouvelles et considérables, provenant des crédits de secours mentionnés plus haut.

La façon dont ces questions doivent être résolues ne sera pas examinée ici ; d'ailleurs, les solutions peuvent être différentes suivant les cas. Si l'on créait une nouvelle autorité internationale pour ce système de crédits il pourrait en résulter une coopération étroite entre elle et la *Commission des Réparations*. Notons que dans le cas des crédits de secours à l'Autriche, la *Commission des Réparations* joue déjà un rôle.

En terminant ces observations générales, résumons les principes qui doivent être à la base de tout projet de crédit de reconstruction ; le troisième de ces principes n'est pas mentionné dans les observations précédentes, mais il n'exige pas d'explications spéciales.

- a) les crédits doivent être strictement limités à l'encouragement de la production (y compris les moyens d'existence pour la population ouvrière) ;
- b) ils doivent être accordés sur une base commerciale ;
- c) ils doivent être accordés de telle façon que l'inflation dans les pays prêteur soit évitée dans la mesure du possible.

#### *Emprunt Général International.*

15. L'idée d'un emprunt international a été lancée non seulement en vue de la reconstruction des pays emprunteurs eux-mêmes, mais aussi pour permettre à l'Allemagne de payer immédiatement les sommes nécessaires à la reconstruction des zones dévastées du nord de la France. Il n'y a pas lieu de refuser la priorité à ces demandes ; la question cependant est de celles qui ne rentrent pas dans le cadre de ce mémorandum, et ne sera pas examinée ici.

Un emprunt général pour la reconstruction, tel qu'il est envisagé de divers côtés, nécessiterait une organisation internationale. Cette organisation doit avoir pour but l'intérêt général, et devrait être créée par les Gouvernements des pays prêteurs et emprunteurs prenant part au projet. Une organisation d'un caractère privé, dirigée par des banquiers et des représentants du monde du commerce et de l'industrie, aurait certainement des avantages. Une telle organisation cependant, rencontrerait de nombreuses difficultés lorsqu'il s'agirait de se procurer les montants considérables nécessaires à un emprunt international, et serait

obligations will in most cases greatly assist the process of reconstruction.

In the case of Germany and the other Central Powers, several other questions arise in connection with the Peace Treaties. It will suffice to mention two of the principal questions.

First of all it is necessary that the indemnity to be paid is fixed in some way. As things stand it will be hardly possible to set up any scheme of international co-operation which includes Germany as long as this point is not settled.

A second question in connection with the Peace Treaties arises by the fact that a number of government and other assets and sources of income which in some way might serve as guarantee for new credits, are already mortgaged for the obligations under the Peace Treaties, coupled, in the case of Austria, with new and far-reaching claims in connection with the relief credit mentioned above. The way in which these questions are to be solved will not be considered here. The solution may in several cases be different. If a new international authority is set up in connection with any scheme of credits, this may lead to a close co-operation between the *Commission des Réparations* and this body. It may be noted that in the case of the Austrian relief credit the *Commission des Réparations* has already entered this field.

To conclude these general observations, the principles which must underlie every scheme of reconstruction credits may be summarised. The third of these principles is not mentioned in the foregoing observations. It needs, however, no further explanation :—

- (a) The credits must be strictly limited to further production (including means of subsistence for the labouring population).
- (b) They must be given on a commercial basis.
- (c) They must be given in such a way that inflation in the lending country is averted as much as possible.

#### *A General International Loan.*

15. The idea of an international loan is advocated not only for reconstruction purposes for the borrowing countries themselves but also to enable Germany to pay at once the sums required for the restoration of the devastated areas in Northern France. Few will deny the priority of these claims. The question itself, however, belongs to those which fall out of the scope of this Memorandum and will not be considered here.

A general reconstruction loan as contemplated from different quarters would imply an important international organisation. This organisation should be conducted in the general interest, and should be created by the Governments of the lending and borrowing countries which would enter the scheme. An organisation of a private character, administered by bankers and representatives of the commercial and industrial world, would certainly have some advantages. Such an organisation would, however, encounter many difficulties in raising the large sums involved in an international loan, and as the pledging of government

moins apte à mener à bien le projet, étant donné que la mise sous hypothèque de l'actif national et des revenus du Gouvernement dans les pays emprunteurs formerait une partie importante de ce système.

L'autorité internationale ainsi créée aura à envisager le problème des fonds nécessaires à se procurer. Sans l'aide du Gouvernement des pays prêteurs, toute autorité internationale rencontrerait des difficultés insurmontables. On n'atteindrait probablement aucun résultat satisfaisant, même en ayant recours à une garantie spéciale de ces Gouvernements pour les obligations émises par cette autorité internationale. La seule solution serait de faire fournir les crédits par les Gouvernements eux-mêmes une fois résolu le problème difficile de la participation quantitative des divers pays prêteurs. Cependant, dès que les Gouvernements prêteurs prennent part au projet, la difficulté de se procurer les sommes nécessaires, sans augmenter l'inflation, apparaît avec une netteté particulière.

Il n'y a pas lieu d'examiner ici la question de savoir si les pays qui, par leur situation générale, rentrent dans la catégorie des pays prêteurs, seraient disposés à collaborer à un tel projet. Tous les pays de l'Europe cependant, dont la situation économique est bien établie constatent que leur monétaire est de plus en plus déprécié vis-à-vis du dollar américain. Tout projet dans lequel le Gouvernement américain ne joue pas un rôle important rendrait difficile la situation du change de ces pays européens à l'égard des Etats-Unis et des autres pays dont, actuellement, ils tirent principalement leurs denrées, leurs matières premières et divers autres produits.

D'autre part, l'autorité internationale aurait à envisager la tâche considérable de s'assurer elle-même dans quels cas et sous quelle forme les crédits devraient être accordés pour atteindre le but principal à savoir augmenter, dans la mesure du possible, la production dans les pays ruinés. Des enquêtes très approfondies seraient nécessaires. La décision relative à la manière dont les crédits seraient utilisés appartiendrait aux divers Gouvernements, et serait soumise à l'approbation et à la surveillance générale de l'autorité internationale. Mais les décisions d'ordre général, quant à la priorité et à la base de la répartition entre les divers pays emprunteurs, devraient être prises par cette autorité elle-même, qui, en même temps, aurait à décider des garanties spéciales nécessaires dans le cas de chacun des pays emprunteurs. Il serait très difficile de mener à bien cette tâche et cela demanderait une organisation compliquée et un personnel nombreux.

Il est évident qu'au point de vue technique, la mise en pratique d'un emprunt international d'un caractère aussi général est excessivement difficile.

#### *Crédits privés avec garanties spéciales.*

16. Le projet d'un emprunt général international discuté au précédent paragraphe, est fondé sur l'hypothèse qu'on ne pourrait obtenir, dans les circonstances actuelles, des crédits privés d'un montant suffisant. Cette opinion, par exemple, fut exprimée dans un Mémoire international bien connu, écrit dans les derniers mois de 1919 et présenté aux différents Gouvernements en janvier 1920. Depuis lors, six mois se sont écoulés et l'on peut se demander si l'on doit encore aujourd'hui se placer au même point de vue.

assets or government sources of income in the borrowing countries would probably play an important part in every scheme, would be less appropriate to administer such a scheme

The international authority thus created will be faced by the problem how to raise the necessary funds. Without the aid of the Governments of the lending countries, any international authority of a public character would find insurmountable difficulties in its way. Even the results to be obtained by some form of special guarantee of these Governments to bonds issued by this international authority would probably prove disappointing. The only alternative would be that, after that the very difficult problem of the basis of participation of the several lending countries is solved, the Governments themselves should furnish the credits. As soon, however, as the lending Governments themselves enter into the scheme, the difficulty of raising the necessary sums without increasing inflation arises in its acutest form.

Whether the countries whose general position would stamp them as lending countries will be prepared to collaborate in such a scheme will not be investigated here. All countries of Europe, however, even those whose economic position is strongest, find their currencies at an increasing discount against the American dollar. Every scheme in which the American Government does not play an important part would aggravate the exchange position of these European countries towards the United States and other countries, which are at the moment their chief source of supply of foodstuffs, raw materials and several other commodities.

On the other hand, the international authority would be faced with the tremendous task of ascertaining itself in which cases and in which forms credits should be given in order to attain the primary object of increasing production in the distressed countries as much as possible. Investigations of a most extensive character would be necessary. Decisions as to the manner in which credits ought to be used would largely remain in the hands of the several Governments, subject to the approval and general supervision of the international authority. But general decisions as to priority and the basis of distribution between the different borrowing countries would have to be taken by this authority itself, which at the same time would have to decide about the special guarantees to be required in the case of each of the borrowing countries. To perform all these duties in a satisfactory way would be a very difficult task and would require a very elaborate organisation and a numerous staff.

Clearly the idea of an international loan of such a general character is also, from a technical standpoint, not easily to be realised.

#### *Private Credits under Special Guarantees.*

16. The proposal of a general international loan as discussed in the foregoing paragraph is based on the assumption that it is not to be expected that under prevailing conditions private credits of any sufficient amount will come forward. This opinion, for instance, was expressed in the well-known international memorandum which was composed in the last months of 1919 and presented to several Governments in January of this year. Since then, however, half a year has elapsed and the question may be put whether at this moment the same view must be taken as then.

Ceux qui défendent cette opinion font valoir l'échelle limitée de l'offre de ces crédits jusqu'à présent, ce montant est certainement réduit si on le compare aux besoins en matières premières et en produits de toutes sortes pour la reconstruction des pays en détresse ; bien que ces transactions commerciales ne reçoivent aucune publicité, il ne faut pas en estimer les résultats au-dessous de leur valeur. Il y a lieu d'en dire quelques mots.

Une forme fréquente sous laquelle ces crédits ont été accordés paraît avoir été celle des "crédits de manufacture." Les matières premières étrangères sont remises aux usines dans les pays en détresse qui doivent les travailler à un prix fixé, le produit manufacturé étant alors retourné aux créanciers étrangers. Si l'usinage ne dure pas longtemps, les risques sont réduits ; même dans les circonstances actuelles, la transaction peut donner un bénéfice important aux deux parties puisque, avec les changes actuels, les salaires et autres frais dans ces pays sont en général inférieurs au niveau international ; de plus, le fait que ces usines elles-mêmes datent en général d'avant la guerre, permet des frais généraux réduits.

Cette forme simplifiée des crédits provenant de particuliers, propriétaires des matières premières dans les pays relativement riches et accordés à des usines prises séparément, peut facilement être étendue de diverses façons ; c'est ce qui a déjà été fait ; des crédits sont accordés sur une base plus large ; des organisations d'emprunteurs sous forme de trusts spéciaux sont en cours de formation sur une échelle considérable, et plusieurs autres formes de crédits en banque ont été mises en action. Dans ce sens, il y a eu un progrès rapide au cours des derniers mois, allié souvent à des prises de participation dans le capital et la direction des maisons débitrices. A l'examen, on pourrait constater qu'à divers points de vue les résultats obtenus sont loin d'être insignifiants, surtout en Allemagne ; de plus dans, pays neutres quelque certaines maisons de banque spéciales ont été récemment créées en vue de la reconstruction. Nous avons déjà expliqué à quels obstacles viennent se heurter ces crédits, ainsi que les risques généraux qu'ils impliquent. Si l'on considère ces obstacles, il est douteux, autant qu'on en peut juger aujourd'hui, que les expériences faites dans ce sens, justifient encore un pessimisme excessif, en ce qui concerne les possibilités d'un développement nouveau, dès que ces obstacles auront été, autant que possible, supprimés et un système établi en vue d'assurer ces risques généraux.

Les conditions générales économiques dont l'aspect actuel peut changer très rapidement, dans un avenir prochain, ont ici une importance considérable ; mentionnons un facteur qui sera sans doute prédominant dans la plupart des marchés de matières premières et de produits industriels pouvant servir à la reconstruction. Il existait, à la fin de la guerre, dans les pays producteurs, un resserrement de l'offre, qui se poursuivait dans les premiers mois qui suivirent l'armistice ; actuellement cependant, et ainsi que nous l'avons déjà dit, il paraît que sur certains de ces marchés de matières premières et de produits manufacturés, les conditions ont changé ou vont changer rapidement. Le niveau actuel des prix exerce une influence restrictive sur la consommation, et les stocks de ces pays se remplissent ; l'initiative est de nouveau aux mains des vendeurs et non plus des acheteurs. Cela étant, le problème des crédits internationaux en subira l'influence, même dans les pays où les taux d'intérêt sont élevés et la

Those who hold this opinion point to the limited scale on which such credits have till now come forward. Certainly the amount is small in proportion to the needs for raw materials and commodities of all kinds for reconstruction purposes in the distressed countries. However, as no publicity is given to such private commercial transactions, one must take care not to underrate what has already been done in this direction. Hence a few words may be said about this point.

A frequent form in which such credits have been granted seems to have been the so-called "finishing credits." Raw materials from abroad are given to factories in the distressed countries to be manufactured at a fixed price, the finished product being restored to the foreign creditor. So long as the turnover takes only a short time, the risks involved need not be large, even under present conditions. The transaction may even yield important profits for both parties, since at present exchange quotations wages and other costs in these countries are generally below international standards. Moreover, the fact that the factories themselves date mostly from before the war reflects itself in low general costs.

This most simple form of credits from individual owners of raw materials in better-situated countries to individual factories can easily be developed in several directions. This has indeed been the case. Credits are given on a revolving basis, organisations of borrowers, *e.g.*, special trust companies for this purpose, are in course of being formed on a considerable scale, and several other forms of bank credits have been provided. Especially in the last months the development, often coupled with some participation in the capital and the management of the borrowing firms, seems to have proceeded at an increasing rate. An investigation might show that in several ways, the results obtained are far from being insignificant, especially in the case of Germany. Moreover, some special banking institutions for reconstruction purposes have recently been established in neutral countries. The obstacles which under present conditions those credits find in their way and the general risks involved have already been explained. Taking into account these impediments, it is dubious whether, judged with present-day knowledge, the experiences in this direction still justify excessive pessimism as to the possibility of further developments, as soon as these obstacles are as far as possible removed and a scheme is set up in order to cover these general risks.

Much, of course, will depend on general economic conditions in the near future, the aspect of which under present circumstances can change in a very short time. One factor, however, which probably will be of much importance in this matter may be specially mentioned. In most of the markets of raw materials and of such industrial products as can serve for reconstruction purposes, there was at the end of the war, in the producing countries, a shortage of supply, which continued to exist during the first period after the war. At the present moment, however, as already mentioned, it seems that in several of these markets, of raw materials as well as of finished products, conditions have changed or are changing at an increasing rate. At present price levels with their restricting influences on consumption, stocks in those countries are being replenished and the initiative again falls to the sellers and no more to the buyers. If this is true, it will certainly affect the problem of international credits in

situation financière en général défavorable à une large extension des crédits. Naturellement, dans de tels cas, le prix à payer pour ces crédits sera élevé et ceux-ci rencontreront également les désavantages d'une concurrence dans un domaine limité. Cependant, dès que la base de ces crédits deviendra suffisamment sérieuse, il n'y a pas de raison pour qu'ils n'aient pas leur place sur le marché.

La situation paraît donc s'être modifiée sous différents aspects depuis la publication du Mémoire. Il est très regrettable que le problème n'ait pas été abordé il y a six mois, et la reconstruction s'en trouvera certainement retardé de beaucoup. Aujourd'hui cependant, la situation doit être jugée à la lumière des conditions actuelles qui paraissent justifier une opinion moins pessimiste au sujet des résultats qui pourraient être obtenus par un projet de coopération internationale laissant à l'initiative privée la solution du problème des crédits nécessaires à fournir.

Le but principal d'un tel projet doit être d'écartier autant que possible les obstacles qui actuellement entravent les crédits privés; les questions générales qui se posent à ce sujet ont déjà été discutées. Il y a lieu cependant de dire quelques mots du système de garantie qui devra être adopté en vue d'assurer les risques anormaux dus aux circonstances actuelles.

Les résultats pratiques d'un projet quelconque dépendront surtout du caractère de ces garanties, et ce problème doit être examiné avec soin; différentes propositions ont été faites en vue de rechercher ces garanties; tout d'abord, dans les pays emprunteurs, l'emprunteur individuel doit être remplacé par une organisation couvrant tout le commerce ou l'industrie auquel celui-ci appartient et basée sur le principe d'une entière responsabilité individuelle de tous les Membres pour les crédits accordés à leur organisation. La mesure pourrait consister dans la formation d'une organisation centrale, également d'après le principe de la pleine responsabilité de toutes les organisations membres. Cette proposition, qui mérite quelque attention, fournit en même temps le mécanisme nécessaire pour distribuer aux différentes usines, les matériaux, etc., qui ont été achetés à l'étranger. Ce projet ne présenterait que peu de difficultés, car, dans la plupart des cas, ces organisations comprennent tout un commerce ou une industrie, existent déjà. On peut également établir des organisations spéciales dans le genre des trusts et donner peut-être une priorité aux hypothèques encourues à cet effet. D'autres plans semblables peuvent être également conçus.

Toutes ces formes de garanties, alliées peut-être à une garantie subsidiaire du Gouvernement, ont cependant un point faible: c'est que les risques généraux, qui doivent être couverts jusqu'à un certain point, auront en même temps leur influence sur la valeur des garanties de ce genre. Les seules garanties qui soient à l'abri de ce désavantage sont des propriétés ou d'autres formes d'actif situées en dehors du pays emprunteur et quelques-unes de celles-ci, (par exemple les droits de douane, qui constitueraient une des meilleures formes d'une telle garantie commune), seraient, jusqu'à un certain point, également affectées par les facteurs indiqués.

Nous ne discuterons pas ici si de telles garanties communes seront nécessaires ou non. La situation économique des pays qui, à présent, demandent des crédits étrangers, est très différente et ce qui est inévitable dans un cas, peut ne pas l'être dans d'autres. La décision peut, en général, être laissée aux pays emprunteurs, car la sévérité des garanties se reflétera naturellement dans la facilité avec

a high degree, even in those countries where interest rates are high and the general financial position is at the moment not favourable to large extensions of credits. Naturally, in such cases the price to be paid for these credits will be high and they will encounter all the disadvantages of competition in a limited field. As soon, however, as the basis of those credits becomes sufficiently sound, there is no reason why they should not have their share in the market.

Thus, since the Memorandum appeared the position seems to have changed in several directions. That the problem was not taken up half a year ago is much to be deplored and will inevitably have its retarding effect on the process of reconstruction. To-day, however, the situation must be judged under the light of present conditions, which seem to justify a less pessimistic view about the results that may be obtained by a scheme of international co-operation, which leaves the problem of supplying the necessary credits to the initiative of private enterprise.

The first aim of such a scheme must be to remove so far as possible the obstacles which, under present conditions, stand in the way of private credits. The general questions which arise in this connection have already been discussed. At this place some words must be said about the system of guarantees to be adopted in order to cover the abnormal risks of the moment.

As the practical results of any scheme will largely depend on the character of these guarantees, this problem will require close examination. Several proposals have been made which try to find these guarantees in the first place within the borrowing countries. The individual borrower is to be replaced by an organisation covering the whole trade or industry to which he belongs and based on the principle of full liability of all members individually for credits granted to their organisation. A next step would perhaps be to form a central organisation again on the principle of full liability of all member organisations. This proposal, which well merits attention, supplies at the same time the necessary mechanism for distributing the materials, etc., purchased abroad over the individual factories. The scheme would not present many difficulties as in most cases such organisations covering a whole trade or industry are already in existence. Much can further be done in the way of establishing special trust organisations, and priority could perhaps be given to mortgages contracted for such purposes, and still other plans of a similar character are conceivable.

All these forms of guarantee, perhaps coupled with some subsidiary liability of the Governments, however, have one weak point, viz., that the general risks which have to be covered to a certain extent will affect, at the same time, the value of all guarantees of this kind. The only guarantees free from this disadvantage are property or other assets outside the borrowing country, and even some of these, in the first place customs duties, which present themselves as one of the best forms of such a joint guarantee, will to a certain extent also be affected by the factors mentioned.

Whether such joint guarantees will be necessary or not will not be discussed here. The economic position of the countries which are at present in need of foreign credits is very different and what may be inevitable in one case can be left aside in others. The decision may largely be left to the borrowing countries, as the strength of the guarantees will naturally reflect itself in the readiness and the conditions

laquelle les crédits se manifesteront, ainsi que dans leurs conditions. Les difficultés qui, existent sans doute, sous ce rapport, pour certains pays par suite des traités de Paix, ont déjà été indiquées.

Dans un tel projet, l'entreprise privée doit recevoir toute l'indépendance possible, mais une autorité centrale agissant au nom des intérêts généraux sera indispensable. Dès que des garanties telles qu'un actif national ou des sources de revenu du Gouvernement entrent en jeu, ces garanties ne peuvent être placées qu'entre les mains d'une autorité internationale qui, en cas de besoin, pourrait prendre la place du Gouvernement qui se porte caution. En même temps, l'organisation agissant au nom de l'ensemble des prêteurs, permettrait d'éviter des systèmes d'après lesquels ces garanties seraient hypothéquées en faveur d'un groupe spécial de crédits, rendant difficiles les crédits futurs. D'autre part, les garanties privées seront utilement étendues quand la collaboration et la surveillance de l'autorité internationale se feront dans l'intérêt commun des prêteurs et des emprunteurs.

Le caractère et les fonctions d'une telle autorité internationale, qui devrait être composée de membres appartenant à tous les pays participants prêteurs et emprunteurs, formeraient le sujet d'une enquête complémentaire. Dès que cette autorité détiendra des garanties spéciales, elle devra, d'une façon ou d'une autre, reconnaître les crédits qui doivent participer à ces garanties. D'une façon générale, on peut s'attendre à ce que le jeu de la libre initiative répartisse les crédits de telle façon que les besoins les plus pressants soient couverts les premiers. Cependant, il sera nécessaire que l'autorité internationale, lorsqu'elle allouera des crédits pour participer à un système de garanties spéciales, fasse entre les crédits une distinction d'après leur valeur au point de vue de la reconstruction. Ainsi cette autorité recevrait encore des attributions nouvelles, mais d'une façon générale, sa fonction doit être une fonction de surveillance et de contrôle.

En comparant le projet esquissé dans ce paragraphe avec les principes établis à la fin du paragraphe 14, nous constaterons que bien mieux qu'un projet quelconque de prêt international, il se conforme pour ainsi dire automatiquement, à ces principes. Les crédits ne seront octroyés que sur une base commerciale et de façon à causer un minimum d'inflation. Il suffira d'une sérieuse surveillance de la part de l'organe de contrôle pour s'assurer que seule la reconstruction, au sens le plus strict du mot, en profite.

Disons encore quelques mots du problème de la mobilisation de ces crédits, problème qui se pose dès que ceux-ci dépassent certaines limites. En général, ce problème paraît concerner les prêteurs eux-mêmes. Dans la plupart des pays appartenant au groupe des pays prêteurs, il ne paraît pas impossible d'établir des organisations pouvant émettre des obligations ou payer les vendeurs au moyen d'obligations que ceux-ci pourraient vendre ou qui serviraient de garantie accessoire pour de nouveaux crédits. Peut-être l'organisation internationale pourrait-elle, sous une forme quelconque, reconnaître les obligations émises contre les crédits admis à participer aux garanties détenues par cette autorité. Une autre idée est celle qui consiste à faire émettre par l'autorité internationale elle-même des obligations qui serviraient à payer les vendeurs de matières premières. Cette idée présente quelque avantage, mais changerait tout à fait la situation de l'autorité telle que nous l'avons indiquée

under which credits come forward. The difficulties which in this direction rise for some countries as a result of the Peace Treaties have already been mentioned.

Though in such a scheme private enterprise must be left as free as possible, a central authority acting on principles of general interest will be indispensable. As soon as such guarantees as government assets or government sources of income enter the scheme, these guarantees can only be placed in the hands of an international authority which in case of need would be entitled to take the place of the guaranteeing Government. At the same time, an organisation acting for all lenders alike would render it possible to avoid schemes in which such guarantees would be pledged for a special group of credits, and as a result the way would be blocked for others. On the other hand, the private guarantees will be of such a far-reaching character that the collaboration and supervision of an international authority will be in the interests of lenders and borrowers alike.

The character and powers of such an international authority, which ought to be composed by members from all participating countries, lending as well as borrowing, would be matters of further investigation. As soon as special guarantees are placed in its hands, it will in some way have to acknowledge those credits which may participate in these guarantees. On the whole, the forces of free enterprise may be expected to distribute credits in such a way that the greatest needs will first be covered. However, it will be necessary that the international authority in allowing credits to participate in any scheme of special guarantees is entitled to discriminate between credits according to their value for reconstruction purposes. In this way some other powers might still be laid in the hands of this authority. On the whole its position ought, however, to be one of supervision and control.

Comparing a scheme as outlined in this paragraph with the principles laid down at the end of paragraph 14, it is seen at once that, in comparison with any scheme of international loan, it conforms much more closely, and in a sense automatically, to these principles. Credits will only be given on a commercial basis; it will be done in such a way as will least cause further inflation. All that will be necessary is some supervision of the controlling body to ensure that only reconstruction purposes in the strict sense of the word will be furthered.

A few words may still be said in this connection about the problem of mobilising these credits, a problem which will present itself as soon as they exceed certain limits. On the whole, this problem seems in the first place to be a matter for the lenders themselves. In most countries which would belong to the group of the lending countries, it seems not impossible to establish organisations which will be able to issue bonds to the general public or to pay sellers by way of collateral for further credits. Perhaps the international body could in some way acknowledge such bonds as are issued against credits which are allowed to participate in guarantees deposited with the authority. Another idea would be that the international authority itself would emit bonds which could be used for paying sellers of raw materials. The idea has some advantages but would completely change the position of the authority as outlined above by giving it a direct



ci-dessus, en lui donnant une responsabilité directe dans les crédits eux-mêmes. En même temps, il est difficile de comprendre comment, dans un pareil projet, la vente de ces obligations au public serait de beaucoup facilitée.

Inutile de dire que dans ces quelques pages, nous n'avons donné qu'un schéma du projet. De nombreuses questions devront encore être résolues, mais ne présenteront sans doute pas de grandes difficultés, le principe fondamental étant de laisser aussi libre que possible l'octroi de crédits. Ainsi, quoique théoriquement l'octroi de crédits sur une base-or soit peut-être préférable, il n'y aurait pas de raison d'aborder cette question si on laissait aux deux parties, dans toute transaction de crédit, une liberté complète à ce sujet.

Cependant, le projet, dans son ensemble, a un point faible qui restera sensible, même si les crédits sont très largement accessibles. Ce point faible est le résultat direct de ce qui, au fond, constitue une qualité du système, c'est-à-dire de son caractère strictement commercial. Les crédits qui seront accessibles seront en général accordés aux producteurs particuliers ou à leurs associations, et la préférence sera donnée aux crédits à court terme. Le projet est élastique, et en formant des organisations du genre "trust" sur une base plus large, ces crédits pourront peut-être être étendus également aux autres besoins d'un caractère moins particulier. Cependant on peut douter que, dans un projet de ce genre, les crédits soient octroyés dans une mesure suffisante pour atteindre des buts généraux qui ne sont pas directement rémunérateurs, tels que par exemple l'amélioration des transports et des communications qui, dans différents pays, sont peut-être aussi nécessaire à la remise en état de la production que la couverture des besoins des diverses usines. A cet effet, des prêts sur une base plus générale seront sans doute la seule solution possible. Ces prêts cependant auraient essentiellement un caractère subsidiaire et les montants en question seraient beaucoup moins importants que ceux constituant l'emprunt général international. Ces prêts pourraient être contrôlés par l'autorité internationale indiquée ci-dessus. Cependant, comme la plupart de ces crédits ne seraient pas employés de façon à donner rapidement des bénéfices suffisants pour former un fonds spécial de remboursement, la responsabilité du Gouvernement serait engagée, comme elle l'est dans le cas des crédits de secours discutés plus haut.

Pour conclure, un projet pratique de coopération internationale paraît possible sur la base des principes suivants :

- a) Remise aux mains d'une autorité internationale, exerçant en même temps un droit général de surveillance, des garanties subsidiaires d'un caractère général ;
- b) abandon en même temps à l'initiative privée, de la fourniture des fonds nécessaires et des opérations de crédit.

Nous ne pouvons aujourd'hui dire si les résultats désirés seront atteints. Cependant les circonstances actuelles pourraient justifier un essai raisonnable, à condition de faciliter autant que possible la marche de ces crédits. Le succès du projet apparaîtrait dès que l'on pourrait constater qu'on a fait un pas en avant vers l'établissement de l'équilibre dans la fourniture des matières premières les plus importantes et des produits indispensables à la reconstruction. C'est tout ce qu'on peut attendre d'un emprunt international.

responsibility for the credits themselves. At the same time, it is difficult to see how by such a scheme the possibilities of selling the bonds to the public would improve much.

It need not be said that in these few pages only the general outlines of the scheme are given. Many questions will still have to be settled but will probably present no large difficulties, the underlying principle being to leave the granting of the credits themselves as free as possible. Thus, though theoretically the granting of credits on a gold basis would perhaps be preferable, there would presumably be no reason to enter into this question at all, leaving to both parties in each credit transaction complete freedom in this direction.

The whole scheme, however, has one weak point, which will remain even when credits come forward to a very large extent. This weak point is the direct result of what is essentially a virtue of the system: its strictly commercial character. The credits which come forward will, as a rule, be given either to the individual producers or to their associations and by preference in such cases as will be remunerative in a short period. The scheme is an elastic one and by building up trust organisations on a still broader basis, such credits can perhaps be extended also to other needs of a less individual character. Yet it remains doubtful whether in any scheme of this kind credits would be supplied to a sufficient extent for those general and not directly remunerative purposes as, for instance, improving means of transport and communication which in several countries are perhaps as necessary for a restoration of production as to provide for the needs of individual factories. For such purposes loans on a more general basis will probably prove the only possibility. These loans would, however, essentially have a subsidiary character, and the sums involved would be very much smaller than in any scheme of a general international loan. These loans could be controlled by the international authority mentioned. As, however, most of these credits would not be applied in such a way as to yield in a short term sufficient profits to form a special source of repayment, the liability of the Government would come in the foreground much as in the case of the relief credits discussed above.

To conclude, a workable scheme of international cooperation based on the principles of:—

- (a) Putting subsidiary guarantees of a general character into the hands of an international authority exercising at the same time a general right of supervision, but
- (b) Leaving at the same time the supply of the necessary funds and the credit operations themselves essentially to private enterprise, seems conceivable.

Whether it will give the results desired cannot be said at this moment. However, present circumstances seem such as to justify a fair trial, provided that the way for these credits is made as free as possible. The scheme would prove a success as soon as it appeared that a reasonable step had been taken in the direction of establishing equilibrium in the supply of the most important raw materials and of such commodities as are indispensable for reconstruction purposes. Further than this no international loan would be expected to go.

(3) MEMORANDUM  
SUR LES  
PROBLEMES MONETAIRES  
DU MONDE

PAR

GUSTAV CASSEL  
PROFESSEUR D'ECONOMIE POLITIQUE,  
UNIVERSITÉ DE STOCKHOLM, SUÈDE.

(3) MEMORANDUM  
ON THE  
WORLD'S MONETARY  
PROBLEMS

BY

GUSTAV CASSEL



## TABLE DES MATIÈRES.

## I.—CARACTÉRISTIQUES FONDAMENTALES DE LA SITUATION MONÉTAIRE.

Augmentation de la circulation. L'étalon-or remplacé par des étalons-papier. Augmentation relative des dépôts en banque utilisés comme moyens de paiement. Rôle secondaire du manque de produits. Hausse des prix : chiffres influencés par l'ingérence du gouvernement. Niveaux des prix-papier indépendants les uns des autres.

## II.—PROCESSUS DE L'INFLATION.

Création d'une capacité d'achat artificielle. Effets sur les prix et sur la quantité de monétaire en circulation. Importance spéciale du monétaire à cours légal. Emprunts et impôts causant l'inflation. L'inflation comme source de revenu d'état. L'inflation dans les pays neutres. L'inflation après la guerre ; surtout causée par les dépenses extravagantes des gouvernements ; influence de certaines formes d'impôts ; et d'un taux d'intérêt trop réduit.

## III.—EFFET SUR LA VALEUR DE L'OR.

Retrait de l'or de la circulation ; il a perdu une grande partie de sa valeur.

## IV.—HAUSSE DES PRIX.

L'augmentation du stock de monétaire et la réduction des produits disponibles ont coopéré à hausser les prix. Signification du mot "inflation."

## V.—ECHANGES INTERNATIONAUX—PARITÉS DE POUVOIR D'ACHAT.

Parités de pouvoir d'achat : changement complet depuis le commencement de la guerre ; elles représentent le vrai équilibre des changes. Une hausse des prix exprimés en un étalon-papier ne peut causer une hausse des prix exprimés en un autre.

## VI.—MOUVEMENTS ANORMAUX DES CHANGES.

Les restrictions sur les exportations d'un pays tendent à faire baisser la valeur internationale de son monétaire au dessous de la parité du pouvoir d'achat. Autres facteurs agissant dans le même sens. Danger de l'utilisation du papier-monnaie comme article d'exportation.

## VII.—EFFETS SUR LE COMMERCE INTERNATIONAL.

Quand les changes sont stabilisés aux parités du pouvoir d'achat, le commerce international est indépendant des changes "hauts ou bas." Effets nuisibles d'écarts de ces parités. Les parités d'avant-guerre ne seront jamais rétablies et sont sans importance pour les problèmes actuels du commerce international. Une balance de commerce défavorable ne peut pas expliquer une dépréciation durable de la valeur du change du monétaire d'un pays ; une balance améliorée ne peut non plus élever cette valeur du change au-dessus de la parité du pouvoir d'achat.

## VIII.—STABILISATION DES DIFFÉRENTS ÉTALONS MONÉTAIRES.

Nécessité d'arrêter l'inflation. Nécessité d'un taux d'escompte élevé. Autres restrictions aux demandes de capitaux. L'augmentation des réserves d'or ou un crédit national meilleur ne peuvent augmenter la valeur interne d'un monétaire tant que les moyens de paiements ne sont restreints. Une telle limitation ne peut pas être obtenue par la seule imposition d'un maximum absolu à l'émission de monétaire à cours légal.

## IX.—RÉPERCUSSIONS SUR LES FINANCES DES ÉTATS.

Nécessité de limiter les demandes de monétaire des gouvernements. Ceci implique la cessation de tous subsides à la consommation et de toutes dépenses militaires inutiles. Aide de l'étranger quelquefois nécessaire pour le rétablissement de l'équilibre des budgets. Garanties nécessaires contre une politique d'inflation. Dangers des restrictions du marché-capital en l'absence de restrictions correspondantes aux demandes de capitaux.

## X.—PROBLÈME DE LA DÉFLATION.

Futilité de l'idée d'un rétablissement des prix. La déflation signifie la restriction artificielle du pouvoir d'achat. Possibilités pratiques d'une telle politique assez limitées. Opportunité de la déflation. La question de la reprise des paiements en or. Les étalons dépréciés devraient être stabilisés et non pas abandonnés.

## SUMMARY OF CONTENTS.

---

### I.—THE FUNDAMENTAL FACTS OF THE MONETARY SITUATION.

Increased supply of money. The gold standard replaced by paper standards. Relative increase of bank deposits used as means of payment. Subordinate *role* of the scarcity of commodities. The rise of prices: figures influenced by government interference; paper price-levels independent of one another.

### II.—THE PROCESS OF INFLATION.

Creation of artificial buying capacity. Effect on prices and on the quantity of money kept in circulation. Special importance of the supply of legal tender money. Loans and taxes causing inflation. Inflation as a source of State revenue. Inflation in neutral countries. Inflation after the war, mainly caused by extravagant government expenditure; influence of certain forms of taxation; and of a too low rate of interest.

### III.—EFFECT ON THE VALUE OF GOLD.

Gold driven out of circulation; has lost a considerable part of its value.

### IV.—THE ENHANCEMENT OF PRICES.

An increase of the stock of money and a reduction of the supply of commodities co-operate to enhance prices. Meaning of the term "inflation."

### V.—INTERNATIONAL EXCHANGES. PURCHASING POWER PARITIES.

The purchasing power parities essentially altered since the outbreak of the war; represent the true equilibrium of the exchanges. A rise of prices in one paper standard cannot cause a rise of prices in another.

### VI.—ABNORMAL DEVIATIONS OF THE EXCHANGES.

Restrictions on the exports of a country tend to depress the international value of its money beneath the purchasing power parity. Other factors working in the same direction. Danger of the use of a paper currency as an article of export.

### VII.—EFFECTS ON INTERNATIONAL TRADE.

With exchanges stabilised at the purchasing power parities international trade is independent of whether exchanges are "high" or "low." Pernicious effects of deviations from these parities. Pre-war parities will never be restored and are of no importance for present problems of international trade. An adverse balance of trade cannot explain a lasting depression of the exchange value of the currency of a country; nor can an improved balance of trade raise this value above the purchasing power parity.

### VIII.—THE STABILISATION OF THE DIFFERENT MONETARY STANDARDS.

Primary importance of stopping further inflation. Necessity of a high rate of discount. Other restrictions of the demand of capital. Increased gold holdings or improved State credit cannot raise the internal value of a currency as long as the supply of means of payment is not restricted. Such restriction cannot be attained only by enactment of a rigid maximum for the issue of legal tender money.

### IX.—CONSEQUENCES FOR STATE FINANCE.

Necessity of restricting government demands for money. This involves cessation of all subsidies to consumption and of all unnecessary military expenditure. Help from abroad sometimes necessary for restoration of equilibrium in State finance. Guarantees against inflationistic finance required. Danger of restrictions of the capital market without corresponding restrictions of the demands of the State.

### X.—THE PROBLEM OF DEFLATION.

Futility of the idea of a restoration of pre-war prices. Deflation means artificial restriction of purchasing power. Practical possibilities of such a policy rather narrow. Desirability of deflation. The question of resumption of gold payments. Depreciated standards should be stabilised, not abandoned.

#### XI.—STABILISATION DES CHANGES INTERNATIONAUX.

Les nouveaux taux normaux. Chaque pays doit stabiliser la valeur interne de son monétaire propre, ceci conduirait à des parités stables du pouvoir d'achat. Pour stabiliser les changes à ces parités, il faut recourir dans certains cas à des emprunts étrangers pour le remboursement du monétaire détenu à l'étranger, le rétablissement de l'équilibre des budgets—et d'une façon générale le rétablissement de la liberté et de l'égalité des conditions du commerce international. Opportunité d'un accord international pour arrêter toute différenciation entre les acheteurs étrangers et nationaux sur les marchés nationaux. Futilité de l'idée d'un étalon monétaire international.

#### XII.—LA QUESTION DE L'OR.

La reprise des paiements en or, sur les anciennes bases, est possible pour certains pays. Importance spéciale de la politique monétaire des Etats-Unis. Opportunité d'empêcher l'augmentation de la valeur de l'or. Importance d'une valeur stable de l'or. Insuffisance de la production actuelle de l'or. Nécessité des restrictions aux demandes monétaires d'or.

#### XIII.—RECONSTRUCTION.

Aggravation des difficultés économiques après la guerre. Influences funestes des intérêts protectionnistes. Situation de l'Europe centrale et orientale. Nécessité d'une réorganisation complète de la situation extérieure, au point de vue de la vie économique, de ces pays. Mesures préliminaires générales pour le travail de reconstruction. Le but de toutes mesures positives de reconstruction doit être le développement de la production et du commerce. Mesures provisoires pour l'échange de produits. L'organisation des transports par voie ferrée en Europe Centrale. Autres moyens d'assistance. Importance du développement des pays non-Européens et d'une certaine émigration d'Europe.

#### XIV.—EMPRUNTS INTERNATIONAUX.

Les emprunts pour la reconstruction ne peuvent venir que de l'épargne des pays souscripteurs ; elles sont une forme de financer un surplus d'exportation de ces pays. Limitation de la capacité de souscription. Conséquence importante des restrictions sévères apportées à l'emploi du capital à la reconstruction. L'augmentation opportune de l'épargne nécessite une augmentation de production dans le monde entier. On doit tenir compte des intérêts des souscripteurs. Rapport entre la question d'indemnité et la question des emprunts internationaux.

#### XI.—THE STABILISATION OF INTERNATIONAL EXCHANGES.

The new normal rates. Every country has to stabilise the internal value of its own money; this would lead to stable purchasing power parities. The stabilisation of exchanges at these parities requires in some cases foreign loans for redemption of currency held abroad and for restoration of equilibrium in State finance; and generally a restoration of freedom and equality of conditions in international trade. Desirability of an international agreement to discontinue all discriminating between foreign and inland buyers on the home market. Futility of the idea of an international standard of money.

#### XII.—THE GOLD QUESTION.

Resumption of gold payments on the old basis possible for some countries. Special importance of the monetary policy of the United States. Desirability of preventing gold from rising in value. Importance of a stable value of gold. Insufficiency of the present gold-production. Necessity of restrictions on the monetary demand for gold.

#### XIII.—RECONSTRUCTION.

Aggravation of economic difficulties after the war. Pernicious influence of protectionist interests. Position of Central and Eastern Europe. Necessity of a thorough re-modelling of the external conditions of economic life in these countries. General pre-requisitions for positive work of reconstruction. The aim of all positive measures of reconstruction must be the fullest development of production and trade. Provisional measures for exchange of commodities. The organisation of railway transport in Central Europe. Other ways of help. Importance of the development of non-European countries, and of some emigration from Europe.

#### XIV.—INTERNATIONAL LOANS.

Loans for reconstruction can only come from current savings of lending countries; are a form for financing an export surplus of these countries. Limitation of lending capacity. Consequent importance of severe restrictions of the use of capital for reconstruction. The desirable increase in the supply of savings requires increased production in the whole world. Attention should be paid to the interests of the lenders. Bearing of the indemnity question upon the question of international loans.

# MÉMORANDUM SUR LES PROBLÈMES MONÉTAIRES DU MONDE.

Par Gustav Cassel.

## I.—CARACTÉRISTIQUES FONDAMENTALES DE LA SITUATION MONÉTAIRE.

Les caractéristiques les plus remarquables de la transformation économique qui s'est produite pendant et après la guerre sont : une énorme augmentation du monétaire ; une diminution des produits disponibles et une hausse immodérée des prix.

Avant de procéder à l'analyse de ces transformations, de leurs causes, et de leurs relations mutuelles, il y a lieu d'examiner attentivement leur nature et les mesures qui sont applicables en la matière.

En ce qui concerne l'augmentation du monétaire, nous devons, tout d'abord, observer que l'étalon-or qui, avant la guerre, formait la base commune de toutes les unités monétaires et les maintenait les unes vis-à-vis des autres dans une relation presque constante, a, dans la plupart des pays, été abandonné et remplacé par le papier-monnaie qui n'a de rapport défini ni avec l'étalon-or, ni avec le papier-monnaie des autres pays. Les nouveaux types de papier-monnaie sont, par conséquent, tout à fait indépendants les uns des autres, et l'augmentation du monétaire disponible est un fait qui doit être examiné séparément pour chaque circulation monétaire.

En ce qui concerne le monétaire disponible, il y a lieu d'examiner tout spécialement les moyens de paiement reconnus comme ayant *cours légal*, et dont l'acceptation pour les paiements est par conséquent *obligatoire*.

Le montant de ce monétaire a évidemment une influence fondamentale sur le total des moyens de paiement existant. Ce monétaire est constitué par des monnaies métalliques, des billets des banques centrales ou du papier-monnaie émis par d'autres institutions. On peut y ajouter les billets des banques privées, le papier-monnaie émis par des organisations locales et les autres moyens de paiement qui, tout en n'ayant pas cours légal, circulent cependant en même temps que les signes monétaires ayant cours légal. Le total général de ces moyens de paiement aux mains du public (c'est-à-dire en dehors des instituts d'émission) constitue la *circulation* du pays.

Depuis le début de la guerre, il y a eu, dans chaque pays, une augmentation énorme de cette circulation, mais elle s'est accrue d'une façon très différente dans les divers pays.

A cette augmentation de la circulation est venue s'ajouter une augmentation plus ou moins proportionnelle des dépôts en banque utilisés en vue des paiements.

La circulation elle-même a, dans la plupart des pays, changé de caractère. Les pièces d'or ont été presque entièrement retirées de la circulation dans tous les pays. Dans de nombreux pays il en a été parfois de même pour la monnaie d'argent et même pour celle de cuivre et de nickel. Dans quelques pays, la circulation des pièces d'argent a été augmentée, du fait de l'importation de pièces d'argent venant des pays voisins ayant la même unité monétaire ; c'est ce qui s'est produit en Suède, où il y a beaucoup de pièces d'argent du Danemark dans la circulation, et en Suisse, où on trouve de

# Memorandum on the World's Monetary Problems.

By Gustav Cassel.

## I.—THE FUNDAMENTAL FACTS OF THE MONETARY SITUATION.

The most conspicuous features of the economic changes which have taken place during the war and since are : an enormous increase in the supply of money, a decrease in the supply of commodities, and an enormous rise in prices.

Before entering upon an analysis of these changes, their causes and their mutual relations, some attention should be given to an investigation of their nature and of the ways of measuring them.

As to the *increase in the supply of money*, we have then first to observe that the gold standard which, before the war, formed the common basis of most monetary units and kept them in nearly fixed relations to one another has, in most countries, been given up and replaced by paper money without any definite relation either to gold or to the paper money of other countries. The new paper standards are, therefore, quite independent of one another and the increase in the supply of money is a fact which must be considered separately in each separate currency.

In regard to the supply of money, we have to give special attention to those means of payments which are recognised as "*legal tender*," and which, therefore, always *must* be taken as payment. The supply of such money has obviously a fundamental influence on the total supply of means of payment. This money is either metallic coins, notes of the central banks or paper money issued by other institutions. To them may be added notes of private banks, paper money issued by local bodies and similar material means of payment which, though not having the character of legal tender, are actually circulating at the side of such money. The total sum of these material means of payment which is at any time in the hands of the public (*i.e.*, outside the issuing institutions) is the "*circulation*" of the country.

There has been, since the beginning of the war, an enormous increase of this circulation in every country, but the rate of this increase has been very different in different countries.

In addition to this increase of circulation a more or less proportionate increase of bank deposits, used as means of payment, has taken place.

The circulation itself has, in most countries, altered its composition. Gold coins have nearly completely been drawn out of the circulation in all countries. In many countries the same is the case with token coins of silver and sometimes even with those of copper or nickel. In some countries the circulation of silver coins has been increased by silver coins pouring in from countries with the same monetary unit. This is, *e.g.*, the case in Sweden, where Danish silver coins are in general circulation, and in Switzerland, which has received a lot of silver francs from other countries of the Latin union.

nombreux francs en argent provenant des autres pays de l'Union Latine. Si nous désirons avoir une mesure exacte de l'augmentation de la circulation, il est nécessaire de considérer la somme de numéraire en circulation aujourd'hui et avant la guerre. Ces montants ne sont jamais exactement connus, mais il vaut mieux utiliser certains chiffres approximatifs que les omettre en entier, car, fréquemment, la monnaie métallique représentait une partie considérable de la circulation d'avant-guerre, et toute erreur dans notre estimation de ce montant causerait une erreur proportionnelle dans notre calcul de l'augmentation relative de la circulation.

Dans certains pays, une partie seulement de la circulation est *effective*. Une partie peut avoir été thésaurisée à l'intérieur du pays et une autre avoir été exportée à l'étranger. La thésaurisation paraît avoir été, relativement, plus importante pendant les premiers mois de la guerre que plus tard. Actuellement, il est probable que, dans la plupart des pays, la proportion de la thésaurisation ne dépasse pas celle qui était habituelle avant la guerre. Il n'y a donc pas lieu de prendre celle-ci en considération dans le calcul de l'augmentation relative de la circulation.

La quote-part de la circulation exportée à l'étranger est parfois très importante. La circulation effective en Allemagne est, par exemple, beaucoup moindre que le total émis, le solde étant aux mains de l'étranger. Il faut en tenir compte, si nous voulons avoir une idée de la circulation effective à l'intérieur de l'Allemagne.

Dans certains cas, il est nécessaire de tenir compte du déplacement des frontières à l'intérieur desquelles cette circulation est appliquée. Pour l'Allemagne, par exemple, la circulation effective d'aujourd'hui devrait, strictement parlant, être comparée à la circulation d'avant-guerre dans la limite des nouvelles frontières.

Les habitudes d'une nation en ce qui concerne les paiements et l'usage de l'argent comptant paraissent changer très lentement. Par conséquent, la relation entre les paiements effectués au moyen du monétaire en circulation et ceux effectués au moyen des dépôts en banque restera, en général, identique, malgré l'augmentation du monétaire en circulation. Il en résulte que le volume des dépôts en banque devrait augmenter dans la même proportion que la circulation effective du pays. Cependant, à cause du niveau plus élevé des prix, certains paiements qui, auparavant, se faisaient en monétaire, auront atteint un montant qu'il sera plus commode de couvrir par chèque. C'est pourquoi, le total des paiements par chèques et celui des dépôts en banque pourrait augmenter un peu plus rapidement que le total du monétaire en circulation. Ceci paraît avoir été le cas aux Etats-Unis.

Dans certains pays du Continent, les gouvernements et les Banques centrales ont exercé une pression réfléchie et énergique pour encourager les paiements par chèque dans le but d'"économiser le monétaire." Le succès de cette campagne n'aurait cependant pas diminué le volume total des paiements et n'aurait, par conséquent, eu d'autre effet que celui de rendre un peu moins alarmant aux yeux d'un public peu observateur, le chiffre toujours croissant des émissions de billets. Ces efforts, cependant, ne paraissent pas avoir eu une influence appréciable sur les habitudes de paiement. Là, où dans une certaine mesure "le monétaire a été économisé," notre estimation de l'augmentation du total des paiements devra être augmentée en conséquence.

(3232)

If we wish to have a reliable measure of the increase of circulation it is necessary to take into consideration the sums of coins in circulation now and before the war. These sums are never exactly known, but it is better to use some approximate figures for them than to leave them out altogether, for metallic coins have in many cases represented a considerable part of the pre-war circulation, and every error in our estimation of this figure will cause a proportionate error in the calculated relative increase of the circulation.

In some countries only a part of the circulation is *active*. One part may be hoarded within the country and another part may have been exported to foreign countries. Hoarding seems to have been relatively more important during the first months of the war than it has been later. At present there is probably in most countries not much more hoarding than would correspond to the customary pre-war hoarding, and it is then not necessary to take any account of hoarding in the calculation of the relative increase of circulation.

The part of the currency which has been exported to foreign countries is in some cases very important. The actual circulation within Germany is, *e.g.*, much lower than the total mass issued, the rest being held in foreign countries. This must be taken into account if we wish to have an idea of the active circulation within Germany.

In some cases it is necessary to have regard to an increase or decrease of the geographical area within which the currency is used. In the case of Germany, *e.g.*, the present active circulation should strictly be compared with the pre-war circulation within the present boundaries of the country.

The customary ways of payment and of cash-keeping of a nation seem to alter themselves very slowly. Therefore, the proportion between the payments made by currency and those made by bank deposits must be expected, generally, to remain about the same, even though the volume of currency increases. This means that the volume of bank deposits should be expected to show about the same proportional rise as the active currency of the country. However, at a higher level of prices, some payments which used to be made in currency will have reached an amount which is preferably settled by aid of cheques. For this reason the volume of cheque payments and of bank deposits might rise somewhat quicker than the total volume of currency. This seems to have been the case in the United States.

In some Continental countries a deliberate and very intense action has been displayed by the governments and the central banks in order to encourage payments by cheques, the aim being to "save currency." A success for this campaign could hardly have diminished the total volume of payments and would, therefore, have had no other effect than to make the continually-rising figures of note issues somewhat less alarming in the eyes of a public which did not look deeper into the matter. However, these efforts do not seem to have had in any country much influence on payment customs. Where they have, to some extent, "saved currency," our estimation of the total increase in the volume of payments must only be proportionately raised.

E 2

Dans certains autres cas, il pourrait devenir nécessaire, pour arriver à une estimation plus exacte du total des paiements, de prendre en considération les changements dans les habitudes de paiement d'une nation; mais ces changements n'ont eu nulle part l'importance qui leur est parfois attribuée par ceux qui se font les défenseurs de l'énorme augmentation de la circulation.

Une explication naturelle de la grande expansion des moyens de paiement qui s'est produite, aurait pu être trouvée si le stock de marchandises avait augmenté, dans la même mesure. Mais c'est le contraire qui a eu lieu. Parallèlement à l'augmentation du total des moyens de paiement, il y a eu dans tous les pays une diminution plus ou moins marquée dans la masse des produits sur le marché. Cette diminution, cependant, a été beaucoup moindre que l'augmentation dans les moyens de paiement. Si la quantité de produits en existence a subi une diminution de quelques dizaines pour cent, l'augmentation, pour les moyens de paiement, par contre, se chiffre par centaines pour cent. Le manque de produits, par conséquent, a, au point de vue monétaire, une importance beaucoup moindre que celle qui lui est généralement attribuée de ce chef.

Le troisième groupe de transformations économiques que nous devons considérer est la *hausse générale des prix*. Une mesure plus ou moins exacte de cette hausse est donnée par les coefficients numériques indiquant les prix de gros ou de détail des commodités et le coût de la vie. Ces coefficients sont, à un certain point, influencés par les prix maxima imposés par les gouvernements, mais on peut discuter jusqu'à quel point la réglementation des prix par les gouvernements a réellement réussi à maintenir à un niveau moins élevé la généralité des prix, et se demander si la restriction artificielle de certains prix n'a pas causé une hausse correspondante des prix non contrôlés. Là, où la réglementation n'a pas été efficace (dans une certaine mesure cela a toujours été le cas), les statistiques officielles des prix sont probablement basées seulement sur les prix officiels et donnent par conséquent une fausse impression au sujet de la hausse réelle. Les chiffres donnés pour l'augmentation du prix global de la vie sont particulièrement influencés par les loyers qui, dans la plupart des pays, paraissent avoir été réglementés par décret dans une plus grande mesure que les autres prix. C'est ce qui explique, du moins en partie, la faiblesse relative de l'augmentation de ce coefficient par rapport aux autres.

La hausse a été très différente dans les divers pays.

Du jour où, comme il a été dit ci-dessus, l'étalon-métallique commun est abandonné et que chaque pays a recours à sa propre circulation, le niveau des prix dans chaque pays devient un fait séparé, indépendant du niveau des prix à l'étranger. L'argument fréquemment mis en avant, et basé sur une hausse générale des "prix mondiaux" et une "vague internationale de hausse," est donc singulièrement erroné, et tend à suggérer des conceptions fausses quant à la nature du phénomène en question.

## II.—PROCESSUS DE L'INFLATION.

La guerre a été financée par tous les pays intéressés, dans une large mesure, par la création de monétaire nouveau. Celui-ci a été plus ou moins directement versé au Trésor, soit au moyen de nouvelles émissions de billets de banque ou de

Even in other cases it might be necessary, in order to get a more exact measure of the increase in the total volume of payments, to take into account alterations in the payment customs of a nation. But such alterations nowhere have had that importance which sometimes is attributed to them by people trying to apologise for the enormous increase of the circulation.

A natural explanation for the great expansion of the means of payment which has taken place could have been found if the *supply of commodities* had swollen in the same degree. But quite the contrary has been the case. At the same time as the volume of the means of payment has grown, there has been in all countries a more or less marked decrease in the mass of commodities to be bought. This decrease has, however, been proportionately much less than the increase of the means of payment. Where the supply of commodities has been reduced by tens per cent., the means of payment have generally been increased by at least as many hundreds per cent. The scarcity of commodities has, therefore, from a monetary point of view, much less importance than is generally attributed to this factor.

The third group of economic changes which we have to take account of is the general *rise in prices*. A more or less exact measure of this rise is afforded by the several index numbers of wholesale or retail prices of commodities or of cost of living. The figures are mostly, to a certain degree, influenced by maximum prices enforced by governments; but it is an open question how far government price-regulations have really been able to keep down the general level of prices or whether the artificial restriction of some prices has caused a corresponding increase of the unregulated prices. Where regulations have been ineffective, as they to a certain extent always have been, the official price statistics probably are based on legal prices only, and give in so far a false impression of the real rise in prices. The figures for the rise of the total cost of living are specially influenced by rents, which in most countries seem to have been kept down by legislation to a larger extent than any other prices.

This accounts, partly at least, for the lower degree of increase which these index numbers show in comparison with others.

The rise of prices has been very different in different countries.

As soon as the common metallic standard is abandoned and each country, as stated above, has got its own paper currency, the price level of each such country becomes a fact for itself, independent of the price levels of other countries. The often-heard talk of a general rise in "world prices" and of "international waves of rising prices" is under these circumstances singularly misleading and apt to foster false conceptions as to the nature of the phenomenon in question.

## II.—THE PROCESS OF INFLATION.

The war has been financed by all countries involved, to a great extent, by means of creating more money, which has been, more or less directly, handed over to the exchequer, partly in the form of new issues of banknotes or State paper

papier-monnaie de l'Etat, soit sous forme de plus larges crédits en banque, utilisables comme moyen de paiement. Cette dernière méthode a indirectement causé une augmentation correspondante des instruments d'échange en circulation, en vue de satisfaire aux besoins accrus de monétaire au comptant pour les paiements peu élevés. Cela résulte de ce que la relation entre les paiements par crédits en banque et ceux au comptant, comme il a été dit plus haut, n'a pas variée appréciablement, étant déterminée par les habitudes de chaque pays.

Dans les deux cas, il est résulté de la création de nouveau monétaire une puissance d'achat nouvelle, mise à la disposition des Gouvernements. La puissance d'achat totale de la communauté a ainsi été renforcée sans que la quantité des produits sur le marché ait augmenté de même, et une hausse générale des prix a ainsi été causée. Avec cette hausse, la demande de moyens de paiement s'est élargie en proportion, et le volume des signes d'échange que l'on pouvait maintenir en circulation a, en conséquence, toujours été proportionnel au niveau général des prix ; cependant, la cause déterminante de la hausse des prix a toujours été la création d'une puissance d'achat artificielle.

Il y a lieu d'observer que, normalement, pour créer une nouvelle puissance d'achat, il faut que la production et la vente de produits et de services aient des valeurs correspondantes ; en ce cas, cette puissance d'achat ne tend pas à augmenter les prix. Il y a donc lieu de comprendre sous le nom d'*artificielle* une puissance d'achat qui n'est pas basée sur une telle production et qui, par conséquent, amènera une hausse des prix.

A la théorie dite "théorie quantitative" de l'argent, il est généralement objecté qu'une source supplémentaire de monétaire ne saurait avoir, sur la puissance d'achat totale de la communauté, une influence suffisante pour causer une hausse correspondante de tous les prix. On considère aussi que l'on ne peut faire absorber au public plus de monétaire qu'il n'en demande. Ces deux objections sont dans une certaine mesure exactes, mais une quantité de monétaire nouvellement créé, mise entre les mains d'un acheteur empressé comme l'est un Gouvernement faisant la guerre, augmente très certainement la capacité d'achat de celui-ci, sans retirer à d'autres une puissance d'achat correspondante ; ainsi, une certaine hausse des prix aura lieu pour rétablir l'équilibre entre la puissance d'achat de la communauté exprimée en monétaire, et le stock existant des produits à payer et des services à rémunérer. Il n'est pas possible, au point de vue théorique, de prédire qu'elle sera la hausse des prix, mais il suffit de savoir qu'obligatoirement une émission artificielle de monétaire sera suivie d'une hausse générale des prix. Vu le nouveau niveau des prix les besoins du public en monétaire circulant auront augmenté en proportion de la hausse des prix qui s'est produite. Ainsi, cette quantité de monétaire supplémentaire restera en circulation. Il est, par conséquent, tout à fait possible, qu'une partie du monétaire nouvellement émis retournera à la Banque d'émission, parce que le public n'en veut pas. Entre temps, la puissance d'achat artificiellement créée, a eu l'effet de faire hausser le niveau général des prix. Si la même opération est répétée, l'effet sera une nouvelle hausse des prix, et, une nouvelle augmentation dans la quantité de monétaire maintenu en circulation y correspondra. Si ce procédé se renouvelle de mois en mois, d'année en année, le résultat sera

money ; partly in the form of extended bank credits, which could be used as means of payment. The latter method has indirectly caused a corresponding increase of the circulating medium of exchange to satisfy the increased demand for cash for smaller payments ; for the proportion between the payments in bank credits and those in cash has, as stated above, been pretty constant as determined by the customs of each people.

The result of the creation of new money has been, in both cases, that a new buying capacity has been put at the disposal of the government. The total buying capacity of the community having in this way been increased without a corresponding increase in the commodities to be bought, a general rise in prices has followed. With higher prices, the need for means of payment has been increased proportionally, and the mass of the medium of exchange which could be kept in circulation has, therefore, at every time been proportional to the general level of prices. But the *primus motor* to the enhancement of prices has always been the creation of an artificial buying capacity.

Under normal conditions, it should be observed, a fresh buying capacity is created only by production and marketing of commodities and services of a corresponding value, and such buying capacity does not tend to raise prices. As artificial, we must then denote a buying capacity which is not based on such production and which must, therefore, lead to a rise in prices.

Against the so-called "Quantitative Theory of Money" it is generally objected that an additional supply of money could not be expected to have such a considerable influence on the total buying capacity of the community as to cause a corresponding increase in all prices. It is also often held that no more money can be forced upon the public than the public asks for. Both these objections contain some truth. But a sum of fresh-created money put into the hand of an eager buyer, such as a government involved in a war, undeniably increases his buying capacity without taking a corresponding buying capacity from anybody else. Thus a certain rise of prices must take place in order that equilibrium should be restored between the community's buying capacity, as expressed in money, and its available supply of commodities and services to be bought. We cannot tell, on theoretical grounds, how great this rise in prices will be. But it is enough to know that some rise in the general level of prices must result from an artificially-increased supply of money. Given the new level of prices, the public need of money in circulation will have increased in proportion to the enhancement of prices which has taken place, and just so much more money will be kept in circulation. It is quite possible, therefore, that a part of the fresh-created money will flow back to the issuing bank because the public does not want it. But the artificially-created purchasing power has had its effect in raising the general level of prices. Now if the same operation is repeated, the effect will be a new rise in prices and a corresponding new increase in the quantity of money which will be kept in circulation. If this process goes on month after month, year after year, the result will be a continued rise in prices and a continual and proportionate increase of



une hausse continue des prix et une augmentation incessante et proportionnelle de la circulation du pays. C'est ce que nous avons pu constater pendant les dernières années. C'est ainsi que s'est produite l'"*inflation*" dans chacun des pays ayant pris part à la guerre. Le procédé ne varie guère, que la puissance d'achat artificielle mise à la disposition du gouvernement le soit sous forme de billets de banque, d'autres billets, ou de crédits en compte auprès des banques. Avec la hausse des prix, une multiplication se produirait, comme il a été expliqué, pour tous les moyens de paiement, indépendamment de la catégorie à laquelle la première addition a été faite. Cependant, les moyens de paiement ayant cours légal ont une importance spéciale en ce qui concerne l'inflation, car toute multiplication des autres moyens de paiement aura comme corollaire une multiplication plus ou moins proportionnelle du monétaire à cours légal, et n'est possible par conséquent, que pour autant qu'on élargit arbitrairement la circulation de ce dernier. Ainsi, finalement, l'inflation revient à la création arbitraire d'une plus grande quantité de monétaire à cours légal.

Naturellement, aucun gouvernement n'a payé exclusivement au moyen de l'inflation, ses dépenses de guerre. Il existait un autre moyen, celui de faire appel à l'épargne réelle de la population, soit au moyen d'impôts, soit au moyen d'emprunts. Mais aucun de ces moyens ne donne la garantie absolue que les fonds mis à la disposition du gouvernement représentent l'épargne réelle. On reconnaît généralement que les emprunts de guerre souscrits par les banques, ou les capitalistes, au moyen d'avances consenties par les banques, causent une inflation et que les emprunts bien fondés sont ceux qui sont alimentés par l'épargne réelle du public. Il en est de même en ce qui concerne les impôts. Les impôts progressifs élevés sur le revenu et le capital, spécialement ceux imposés aux maisons d'affaires, et aux sociétés par actions, sont généralement payés en partie avec l'aide des banques et d'autres formes de crédits qui peuvent provoquer l'inflation.

Dès que l'Etat, sous une forme quelconque, dépense pour la guerre plus qu'il ne peut se procurer sous forme d'épargne réelle, une hausse des prix devient inévitable. Les prix élevés ont forcé la majorité de la population, dont les revenus n'ont pas augmenté dans la même proportion, à des restrictions sévères dans leur consommation. Ainsi, une certaine quantité de commodités existantes a été libérée au bénéfice de l'Etat qui a pu les acheter avec le monétaire nouveau, artificiellement créé. Ainsi, finalement, les dépenses des gouvernements ont été financées par l'épargne réelle du pays, comme nécessairement elles devaient l'être dans la mesure où elle n'étaient pas couvertes par des secours étrangers. Mais, cette épargne, dans une large mesure, a été obligatoire, et l'inflation a servi de moyen de pression. L'inflation a donc été, sans aucun doute, un moyen efficace de financer la guerre, mais elle a aussi causé de grandes privations à de nombreuses classes de la population, et a eu une influence désastreuse sur la vie générale économique du pays.

L'inflation s'est étendue aux pays neutres qui ont été plus ou moins obligés de consentir des avances aux belligérants. Tant que ces avances étaient maintenues dans les limites de la capacité d'épargne du pays prêteur, elles ne causèrent pas d'inflation ; mais dès que cette limite fut dépassée, les avances ne purent être consenties qu'en créant plus de monétaire ;

the circulation of the country. This is just what has been going on before our eyes during recent years.

In this way an *inflation* has taken place in every one of the countries involved in the war. The process is essentially the same whether the artificial buying capacity put at the disposal of the government has had the form of banknotes, other notes or book credits in the banks. With the rise of prices an increase will, as now explained, take place in all these means of payment irrespective of where the first addition is made. Nevertheless, the means of payment which have the character of legal tender, have a special importance in the process of inflation, for an increase of other means of payment will, generally, ultimately require a more or less proportionate increase in the stock of legal tender and is, therefore, so far impossible where no arbitrary additions to the sum of legal tender circulation can be made. Thus, ultimately, the process of inflation generally resolves itself in an arbitrary creation of more legal tender money.

Of course, no government has paid the war expenditures exclusively by inflation. The other way open has been to get hold of the real savings of the people, either by aid of taxes or by loans. But neither of these ways involves an absolute guarantee that the means put at the disposal of the government represent real savings. It is generally recognised that war loans which are taken over by the banks, or by private investors by aid of advances of the banks, lead to inflation, and that the sound loans are those which are paid for by real savings of the investing public. But the same holds true in regard to taxes. And high progressive taxes on income and capital, especially those which are levied on business firms and public companies, are generally to a certain degree paid by bank assistance or by other forms of credit which may involve inflation.

Now, as soon as the State, in any form whatever, has given out more for the war than it could get at its disposal in the form of real savings, a rise in prices has necessarily been the result. The high prices have forced the great classes of the population whose incomes have not risen in the same proportion to severe restrictions in their consumption. In this way a certain amount of real commodities has been set free for the disposal of the State, who has been able to buy these commodities for the fresh money artificially created. Thus, ultimately, the expenses of the government have been financed, as they necessarily must be, as far as they are not covered by assistance from abroad, by the aid of real savings of the country. But these savings have to a large extent been compulsory and the means for this compulsion has been inflation. This inflation has, therefore, without doubt, been an effective means of war finance ; but certainly a means which has caused great hardship to wide circles of the people, and has had the most pernicious influence on the whole economic life of the country.

The process of inflation has also extended itself to neutral countries, which have been more or less compelled to give advances to the belligerents. As long as these advances could be kept within the limits of the saving capacity of the lending country they would not cause any inflation. But as soon as this limit was exceeded the advances could be

l'inflation commença alors. De nombreuses catégories de personnes dans ces pays furent forcées de restreindre sévèrement leur consommation et, ainsi, des commodités réelles furent libérées, compensant la puissance d'achat mise à la disposition des belligérants.

La guerre et ses conséquences économiques ont aussi, chez de nombreux neutres, causé à l'Etat des dépenses extraordinaires qui n'ont pu être couvertes par des revenus suffisants ; et, ces charges financières ont contribué à pousser le pays sur le chemin de l'inflation.

L'inflation ne s'est pas terminée avec la guerre ; au contraire, elle s'est poursuivie sur une échelle encore plus considérable. Actuellement, notre principal effort devant être consacré à ramener le monétaire à des conditions stables, il est naturellement d'une importance spéciale de retrouver les causes qui maintiennent l'inflation. Le facteur le plus général en paraît être l'effort fait pour maintenir certains prix au-dessous du niveau qu'ils auraient atteints par suite de l'inflation, ou pour soulager certaines catégories de consommateurs souffrant particulièrement de la hausse des prix ou autrement dignes de secours. Les diverses mesures prises dans ce but ont un caractère commun : celui de renforcer la puissance d'achat des consommateurs en monétaire ; tandis que certaines autres tendent également à affaiblir la production. Les dépenses qui en résultent sont supportées soit par l'Etat (ou les organisations locales) ou par certaines classes de producteurs ou de possesseurs de commodités. Comme exemples de la première catégorie, citons les indemnités de chômage, la vente aux pauvres de commodités à un prix moindre que le prix de revient, les subsides généraux pour diminuer le prix de certaines commodités : pain, charbon, transports en chemin de fer ; les subsides pour la construction de maisons ; les tarifs inférieurs aux prix de revient d'entreprises de l'Etat : téléphones, postes, chemins de fer, etc. Comme exemples de la deuxième catégorie, citons les prix maxima imposés pour les produits tels que charbon, sucre, etc., et la réglementation des loyers.

Les prix réduits maintenus, contrairement aux principes d'une saine économie, pour certaines commodités, maintiennent la consommation de ces commodités à un niveau qui n'est pas justifié par les principes économiques et retardent l'équilibre inévitable entre la consommation et la production. En même temps, ces prix laissent aux consommateurs une plus grande puissance d'achat pour d'autres commodités, une plus grande latitude qu'ils n'auraient possédée si les choses avaient suivi leur cours naturel, et deviennent ainsi un facteur tendant à hausser le niveau général des autres prix. La réglementation artificielle des loyers, en particulier, doit avoir exercé une influence considérable dans ce sens.

Les dépenses de l'Etat dues au système des subsides, actuellement en vigueur dans beaucoup de pays, sont d'une façon générale, trop considérables pour être couvertes par les revenus réels qui pourraient être mis à la disposition de l'Etat au moyen d'impôts ou d'emprunts ; ce système, par conséquent, pousse presque toujours les gouvernements à une politique d'inflation. Mais, la politique consistant à recourir à des mesures entraînant une inflation nouvelle et continue, pour essayer de parer aux résultats déplorable de l'inflation même, paraît, au point de vue économique, singulièrement déplacée.

given only by aid of creation of more money and the process of inflation began. Wide classes of the peoples concerned were forced to severe restrictions of their consumption, and in this way the real commodities were set free which had to make up for the buying capacity put at the disposal of the belligerents.

The war and its economic consequences have also in many neutral countries given rise to extraordinary State expenditure to cover which no adequate income has been found, and these financial burdens have, in such cases, had their part in driving the country into the road of inflation.

The process of inflation has not ended with the war ; on the contrary, it has in many cases only been continued on a still larger scale. At the present moment, when our first aim must be to revert to stable conditions in monetary matters, it is naturally of special importance to trace the causes which are responsible for this continued inflation. The most general factor in this process seems to be an endeavour to keep down certain prices beneath the level to which they would have been brought up by the inflation or to relieve certain classes of consumers considered to be particularly oppressed by the high prices or otherwise in need of aid. The various measures taken to this end have this in common, that they all tend to strengthen the consumers' monetary purchasing power, while some of them also tend to weaken production. The expenditure involved is either borne by the State (or by local bodies) or by certain classes of producers and owners of commodities. Instances of the first case are : Unemployment allowances ; the selling of commodities to the poor beneath cost ; general subsidies for lowering the prices of certain commodities, *e.g.*, bread, coal, railway fares ; subsidies for house building ; tariffs beneath cost in State enterprises, such as post, telephone, railways, etc. Instances of the second case are maximum prices on products such as coal, sugar, etc., and regulation of rents.

Uneconomically low prices on certain commodities keep consumption of these commodities on an uneconomically high level and retard the necessary adjustment of consumption to the limits prescribed by available supply. At the same time such prices leave the consumer with a greater purchasing power for other commodities than he would have possessed in the natural course of matters, and thus become a factor in raising the whole level of other prices. The artificial regulation of rents must particularly have had a considerable effect in this direction.

The public expenditure for the subsidy system now prevailing in so many countries is, generally, too big to be covered by any real income which could be put at the disposal of the state by taxes or loans ; and the system, therefore, almost invariably drives the government to a policy of inflation. But to try to counteract the evil results of inflation by measures involving a continual fresh inflation seems singularly bad economic wisdom.

Toutes sortes de dépenses excessives des gouvernements tendent naturellement à rendre trop lourd le total du fardeau financier, et amènent ainsi le Trésor à un point au-delà duquel l'inflation est la seule solution possible. A ce point de vue, nous devons certainement considérer les énormes dépenses militaires, encore encourues en Europe, comme un facteur très important d'inflation. Les mouvements révolutionnaires ont le même effet, mais à un degré encore plus élevé. Cependant la politique financière du Gouvernement n'est pas le seul facteur qu'il faut considérer dans l'inflation. Toute extension des crédits en banque au-delà de la limite établie par l'épargne nouvelle mise à la disposition des banques, pourra causer une inflation. Une certaine restriction dans les crédits accordés par les banques est, par conséquent, toujours nécessaire. Elle sera donnée en partie par une distinction entre les demandes de crédits et une réduction de leur montant, en partie par les taux d'escompte et d'intérêt demandés. Lorsque ces moyens ne sont pas appliqués avec une sévérité suffisante, l'ouverture des crédits créera une puissance d'achat artificielle. Si cela est rendu possible par la création d'une quantité équivalente de monétaire à cours légal, le résultat sera inévitablement une inflation de la circulation. En fait, c'est ce qui se produit depuis la guerre dans de nombreux pays.

Cependant même cette forme de la détérioration de la circulation est, dans une large mesure, la conséquence d'une mauvaise gestion financière de l'Etat. Le développement industriel du pays nécessite des capitaux nouveaux et abondants. Quand l'Etat absorbe, de façon continue, la majeure partie de l'épargne du pays, il n'en reste plus assez pour ce développement industriel et on fera un appel pressant au concours des banques. Les banques hésiteront naturellement à réduire les demandes qui paraissent être de première nécessité pour les entreprises elles-mêmes et la communauté en général. Et, tant que l'accès à de nouveaux crédits en banque reste possible, il est probable qu'on y aura recours.

Le récent développement des méthodes fiscales a sans doute sérieusement aggravé cette situation. Comme les revenus individuels doivent être utilisés soit en consommation soit en épargne, les impôts, nécessairement, doivent être couverts par une réduction de la consommation ou de l'épargne. Il n'y a pas d'autre alternative. Mais, le degré relatif auquel la politique financière d'un pays fait usage de ces deux sources d'impôts, a un effet considérable sur le développement économique du pays. Les tendances fiscales qui prévalurent, pendant et après la guerre, font toutes, de plus en plus, appel à l'épargne. Il en résulte que l'Etat, de plus en plus, couvre ses dépenses au moyen d'une utilisation continue de l'épargne journalière du pays. Les entreprises industrielles et commerciales sont spécialement touchées par cette politique néfaste, parce qu'elles sont obligées de dépenser en impôts les fonds qui, en première ligne, auraient dû alimenter leurs besoins de capital nouveau. Souvent, les bénéfices sont utilisés, et doivent l'être immédiatement, pour couvrir les besoins pressants en argent nouveau en vue du développement de l'affaire; quand arrive l'échéance pour le paiement des impôts il n'y a plus d'argent disponible à cet effet. Il est alors nécessaire de s'adresser à une banque et si l'entreprise est solvable la banque peut difficilement refuser son concours. Il peut cependant arriver que l'ensemble des banques ont à consentir, pour le paiement des impôts par

Of course, all sorts of extravagant government expenditure contribute to make the total financial burden too heavy, and thus to bring the exchequer to the point where further inflation is the only way left. From this point of view we must certainly regard the enormous military expenditures which still prevail in Europe as a very important factor in the process of inflation. That the revolutionary movements have the same effect, even in a still higher degree, is only too evident.

However, government finance is not the only factor to be taken account of in the process of inflation. Every extension of bank credits beyond the limit set by the fresh savings put at the disposal of the banks is apt to cause inflation. A certain restriction of the credit giving of the banks is therefore always necessary. This restriction is achieved partly by discriminating between the demands for credit, partly by a reduction of their amount and partly by the rates of discount or interest charged. Where these means are not applied with sufficient severity, the credit giving will involve the creation of artificial buying capacity; and if such practice is made possible by a supply of legal tender adapted to it, the result must inevitably be an inflation of the currency. This is in fact what has been going on since the war in a good many countries.

But even this form of deterioration of the currency is to a great extent a consequence of bad State finance. The industrial development of the country necessarily requires a liberal supply of fresh capital. When the State is continually absorbing most of the savings of the people there is not enough left for this industrial development and the requirements of bank assistance will be very pressing. The banks will naturally hesitate in cutting down demands which seem to be of the first importance, for the enterprises as well as for the community at large. And if the way to creating fresh bank credits is open it most probably will be resorted to.

The recent development of the methods of taxation has without doubt seriously aggravated this situation. As all private income is used either for consumption or for saving, taxes must necessarily be paid either by a reduction of consumption or by a reduction of savings. There is no other choice. But the relative degree in which both these sources of taxes are used by the financial policy of a country has the most serious bearing on the economic development of the country. Now the tendencies in taxation which have prevailed during and after the war all go in the direction of placing the burden more and more on savings. This means that the State more and more covers its expenses by a continual consumption of the current savings of the people. Business enterprises are especially hardly hit by this pernicious practice, because they must pay out in taxes the money which in the first place ought to have served the need of fresh capital. In many cases the profits go, and must go immediately, to cover the pressing requirements of fresh money for the development of the business; and when the term for the payment of taxes comes on there is perhaps no free money left for the purpose. It is then necessary to apply for bank assistance, and if the enterprise is sound the bank cannot possibly refuse such assistance. But it may well happen that the banks, as a whole, have to give so great advances for payments of the taxes of their clientèle that an artificial

leur clientèle, des avances telles qu'une création artificielle de "monnaie de banque" (billets de banque et crédits en compte courant) est inévitable. En ce cas, il est clair que les impôts sont une cause directe d'inflation. Même en évitant ce résultat, la consommation incessante de l'épargne de la nation sous forme d'impôts doit avoir une influence désastreuse sur l'offre du capital nécessaire à l'industrie et au commerce, et peut créer une situation telle que des extensions arbitraires de crédits deviennent, pour la communauté commerciale, la seule issue possible.

Dans tous les pays, les taux d'escompte des banques centrales ont été maintenus à un niveau de beaucoup inférieur à celui qui aurait dû correspondre à la rareté extraordinaire de capital causée par la guerre, et par les dépenses immodérées de l'Etat depuis la guerre. Le taux de l'intérêt a, de même que tous les autres prix, la fonction fondamentale, en économie sociale, de restreindre la demande lorsque l'offre est limitée. Un taux d'intérêt trop bas détruit l'équilibre du marché des capitaux; il en résulte que des restrictions artificielles à la demande de capital sont nécessaires. Ceux-ci se manifestent par des projets pour le contrôle bureaucratique de l'emploi du capital tel que le "rationnement du capital," etc. Ces moyens ont toujours des effets plus ou moins défavorables sur le développement économique normal et sont rarement suffisamment efficaces, pour causer la limitation au degré voulu de la demande de capital. Tant que les banques, et en dernier lieu les banques centrales, auront à faire face à une demande supérieure à celle que peut satisfaire l'épargne réelle, la création arbitraire de monnaie de banque est inévitable. Ainsi, il résulte que tout effort pour réduire les taux d'escompte au-dessous du niveau correspondant à la rareté effective du capital aura pour résultat une "inflation."

De nombreux intérêts en jeu tendent évidemment à cacher cette vérité. Il y a, tout d'abord, l'intérêt spécial des gouvernements qui, constamment, ont besoin de nouveaux emprunts ou qui désirent consolider les anciens. La plupart des gouvernements ont, en ce cas, été désireux de réduire le taux d'escompte pour faciliter leurs opérations d'emprunt. Aujourd'hui encore cette façon de procéder paraît être générale. Le monde des affaires s'oppose tout naturellement à un taux d'intérêt élevé qui lui paraît avoir l'effet d'une restriction du progrès de la vie économique, on oublie trop facilement que la restriction réelle et nécessaire doit être cherchée dans la rareté du capital dont le taux d'intérêt élevé n'est qu'une expression. Le "Travail" pourrait également s'opposer à un taux d'escompte élevé surtout du jour où il commencera à se rendre compte que l'argent cher a pour corollaire une pression sur le montant en monétaire des salaires.

Quelles que soient maintenant les raisons pour maintenir le taux d'escompte au-dessous de son niveau réel, une telle politique constitue toujours une falsification du marché de l'argent et donne l'impression d'une abondance de capital qui, en réalité, n'existe pas. Tant qu'il y a des limites de fait à la quantité accessible de monétaire à cours légal, la banque s'apercevra bientôt des dangers de cette politique. Mais, dès que ces limites sont supprimées et que le monétaire à cours légal peut être fourni en quantités arbitraires, rien n'indiquera clairement à la banque qu'elle se trouve à un tournant dangereux; et elle pourra restée engagée sur la

creation of bank-money is unavoidable. In such cases it is clear that the taxation is a direct cause of inflation. But even if this result is avoided the wholesale consumption of the savings of the nation in taxes must have the most pernicious influence on the necessary capital supply of industry and trade, and may easily drive them into such situations that an arbitrary extension of credit making presents itself to the business community as the only possible way out.

In all countries the rates of discount of the central banks have been kept far beneath the heights which would have corresponded to the extraordinary scarcity of capital caused by the war and by extravagant State expenditure after the war. The rate of interest has, as all other prices, the fundamental function in social economy of restricting demand so far as the limited supply requires. With a too low rate of interest the equilibrium of the capital market is disturbed, and a need for artificial restrictions of the demand for capital arises, expressing itself in schemes for bureaucratic control of the use of capital, "rationing of capital," etc. Such means are always more or less pernicious for the wholesome growth of economic life, but they are seldom effective enough to bring about the necessary restriction of the demand for capital. And as long as the banks, and ultimately the central banks, have to meet greater demands than can be satisfied by real savings, an arbitrary creation of bank money is inevitable. Thus the result of an endeavour to keep down the bank rate beneath the point which the real scarcity of capital would require must always be an inflation."

There are obviously many interests at work to hide this truth. But foremost among them stands without doubt the fiscal interest of a government in constant need of fresh loans or anxious to fund floating debts. Most governments have, under such circumstances, been inclined to keep down the bank rate in order to smooth the way for their loan operations. Such practice seems still to be in very general use. The business world is naturally against a high rate of interest which seems to work as a restriction on the development of economic life, and it is thereby only too easily overlooked that the real and necessary restriction lies in the scarcity of capital, and that the high rate of interest is only an expression of this scarcity. Labour might sometimes be aroused against a high bank rate, namely, when it begins to realise that dear money means a pressure on money wages.

Whatever now may be the reasons for keeping down the bank rate beneath its true level, such a policy always means a falsification of the money market, giving an impression of an abundance of capital which, in reality, does not exist. As long as there are objective limits to the supply of legal tender, the bank will very soon be reminded of the dangers of its policy; but when these safeguards are removed and legal tender can be supplied in arbitrary quantities there is nothing to show the bank unquestionably that it is on a wrong way, and the bank may well go on on the downward road of inflation in the *bona-fide* belief that it is only supplying

penne désastreuse de l'inflation, persuadée de bonne foi, qu'elle ne fait que fournir au commerce les moyens de paiement dont celui-ci a effectivement besoin.

L'inflation que nous rencontrons actuellement dans la plupart des pays européens est le double résultat de la création d'une puissance d'achat artificielle en vue de financer des dépenses du gouvernement qui dépassent les moyens réels du pays, et de l'altération du marché de l'argent par le maintien d'un taux d'intérêt insuffisant; le tout facilité par la présence, en quantité arbitraire, de monétaire à cours légal.

### III.—EFFET SUR LA VALEUR DE L'OR.

L'inflation de la circulation et la dépréciation de l'étalon ont, dans la plupart des pays, entraîné le retrait de l'or monnayé. Dans plusieurs pays, la majeure partie de l'or en circulation fut, tout au début de l'inflation, ramené dans les banques centrales pour des motifs patriotiques et par suite d'une forte pression sur les citoyens. L'or fut alors accumulé dans les banques centrales. Mais il n'aurait pu y être conservé si la banque l'avait librement échangé contre ses billets. Ainsi, dans la plupart des pays, les billets furent déclarés non remboursables. Lorsque l'on voulût éviter cette reconnaissance formelle de la dépréciation, on ne put arriver au résultat voulu que par l'interdiction de toute utilisation pratique de l'or, et, plus particulièrement, de son exportation et de la fonte des pièces dans un but industriel.

Le retrait général de l'or a créé naturellement une très grande abondance d'or utilisable comme monnaie. Cette abondance a été, à un certain degré, augmentée par la fonte d'ouvrages d'art causée par le patriotisme et par la pauvreté. Certaines banques centrales, en Autriche, et plus tard en Allemagne, par exemple, ont été obligées de se défaire au bénéfice d'autres pays d'une grande partie de l'or qu'elles possédaient. A l'abondance d'or, ainsi créée, il faut ajouter la production considérable d'or depuis le début de la guerre. Comme la consommation de l'or dans les métiers a, depuis la guerre, été restreinte, cette production doit avoir eu un effet sensible sur les stocks de métal monnayable.

L'or superflu doit évidemment trouver une issue. Pendant les premières années de la guerre, il affluait en quantités énormes vers les banques centrales des pays neutres d'Europe, vers les Etats-Unis et même vers l'Amérique du Sud et l'Asie Orientale. Cependant, la capacité d'absorption était encore insuffisante et le métal subit une dépréciation considérable. Ainsi, les masses de papier-monnaie créées ont déprécié la valeur de l'or, comparée à celle des commodités, jusqu'à moins de la moitié de sa valeur d'avant-guerre.

Dans les cas précédents, lorsqu'une contrée était inondée de papier-monnaie, l'or s'écoulait vers d'autres pays? L'or étant ainsi devenu plus abondant dans le reste du monde a certainement diminué de valeur, mais en général, dans une mesure insignifiante. Aujourd'hui que l'or a été retiré, non seulement de la circulation, mais encore des banques centrales de pays si nombreux et si importants, il reste très peu d'espace disponible pour l'excès d'or et la dépréciation du métal, en résultant, a nécessairement été très considérable. Aujourd'hui le dollar représente le plus exactement l'or. Le niveau général

the business community with the money the latter has need of.

The actual process of inflation which we have to deal with now, at least in most European countries, is the combined result of an artificial creation of purchasing power in order to finance government expenditure beyond the real capacity of the country, and a falsification of the money market by a too low rate of interest, in both cases with assistance of an arbitrary supply of legal tender.

### III.—EFFECT ON THE VALUE OF GOLD.

Inflation of the currency and depreciation of the standard have in most countries driven the gold coins out of circulation. In several countries the chief part of the circulating gold was, already in the earlier stages of inflation, brought to the central banks by patriotic motives or by a strong pressure on the citizens. The gold has then been hoarded in the central banks. But even there it could not have been kept if the bank had freely paid it out against its notes. In most countries, however, the notes have been declared irredeemable and, when this formal acknowledgment of depreciation has been avoided, this has only been possible by a prohibition of every practical use of the gold, particularly gold export or the melting of gold coins for industrial purposes.

The general withdrawal of gold from circulation has naturally created a considerable abundance of gold for monetary use, and this abundance has probably in some degree been increased by the melting of articles of art or luxury caused by patriotism or by distress. Some central banks, as the Austrian and later on the German, have been forced to part with the greater portion of their gold funds, which have gone to increase the supply in other countries. To the superabundance of gold thus created has been added the considerable production of gold since the beginning of the war. As the consumption of gold in the arts has probably been more restricted during the war than normally, this production must have had a special importance for the monetary supply of the metal.

The superfluous gold must of course find some outlet. It poured, during the first years of the war, into the central banks of the neutral countries of Europe, it went in enormous quantities to the United States, and even found its way to South America and Eastern Asia. But still the capacity to receive all this gold proved too small, and the yellow metal suffered a severe loss in value. In this way the masses of paper money created have in fact pressed down the value of gold as against commodities to less than half of what it used to be before the war.

In earlier cases when a country has flooded itself with paper money, the gold has gone out to other countries. Gold, thus having become more abundant in the rest of the world, has without doubt lost a part of its value, but in most cases a rather insignificant part. Now when gold has been driven out, not only from the circulation, but sometimes also from the central banks of so many and so large countries, there has been very narrow space left for the superfluous gold, and the following depreciation of the metal has necessarily been severe. The dollar at present most truly repre-

des prix aux Etats-Unis étant de 250 contre 100 avant la guerre, le dollar s'est évidemment abaissé à environ 40 pour cent de son ancienne valeur et il en serait de même pour l'or. Cependant il est difficile d'estimer exactement la valeur de l'or par rapport aux commodités tant que les mouvements de l'or à travers le monde ne sont pas libres et que, par conséquent, la valeur de l'or peut être différente dans les divers pays.

L'inflation de tout étalon monétaire doit naturellement être mesurée non pas par l'agio sur un métal qui est lui-même déprécié, mais par l'agio qu'il faut payer pour des commodités ; aucun pays ne doit s'imaginer indemne d'inflation parce qu'il croit pouvoir reprendre les paiements en or.

La dépréciation de la valeur de l'or a, pendant la guerre, obligé certains neutres à se protéger contre une importation de l'or qui aurait causé une dépréciation additionnelle de leur étalon monétaire. La Suède, qui, en 1916, inaugura cette politique, ne put atteindre son objet que temporairement, d'autres facteurs de dépréciation, tels que des prêts plus ou moins obligatoires à des pays étrangers et des dépenses exagérées de l'Etat ayant eu une influence prédominante. La Couronne Suédoise était, en fait, très dépréciée pendant les années qui suivirent et a aujourd'hui perdu beaucoup plus de sa puissance d'achat que le dollar.

#### IV.—HAUSSE DES PRIX.

La création de nouveau monétaire n'est pas la seule raison de la hausse ; une réduction de la masse totale des produits à négocier avec une quantité donnée de monétaire aura le même effet sur les prix tant que la quantité existante de ce monétaire n'est pas changée. Une telle réduction a probablement eu lieu dans la plupart des pays européens au cours de la guerre. Si la masse des denrées diminue de 10 pour cent et la quantité de monétaire augmente en même temps de 100 pour cent, le résultat sera une hausse des prix dans la proportion de 90 : 200, soit, approximativement de 100 à 222. La cause principale de la hausse a été, en réalité, comme dans cet exemple, l'augmentation de l'offre de monétaire ; la réduction de la masse des produits disponibles n'a jamais eu, sous ce rapport, qu'un rôle très secondaire. Cette réduction est, en effet, considérable quand elle atteint 20 à 30 pour cent, par contre, la quantité existante de monétaire a été augmentée de 200 à 300 pour cent, et encore de beaucoup plus dans les pays les plus atteints.

Si la masse des produits dans un pays diminue de 10 pour cent, la quantité existante de monétaire de ce pays devrait, strictement, diminuer également de 10 pour cent. : s'il en est ainsi, il n'y aura pas de hausse des prix. Dans ce sens, on peut dire que toute hausse est causée par la présence d'un excès de moyens de paiement et qu'elle est proportionnelle à cet excès.

L'inflation a été définie par le "Federal Reserve Board" des Etats-Unis comme étant "le processus d'élargir les crédits sans qu'il y ait une augmentation proportionnelle de la production" (Fed. Res. Bulletin 1er juillet 1919, p. 614). Mais, le fait de ne pas opérer dans les crédits, une réduction proportionnelle à la diminution de la production de marchandises doit avoir le même effet sur les prix. Elle doit donc être également comprise sous le nom d'inflation. Il

(3232)

sents gold. The general level of prices in the United States being about 250 as against 100 before the war, the dollar has clearly come down to something about 40 per cent. of its old value measured in commodities and the same should then be the case in regard to gold. A fully reliable estimation of the value of gold as against commodities is, however, hardly possible so long as the gold movements in the world are not free and so long as the value of gold, in consequence thereof, may be different in different countries.

The inflation of any monetary standard should of course not be measured by the agio on a metal which is itself depreciated, but by the agio that has to be paid for commodities, and no country must think that it has gone free from the process of inflation because it may see its way to resume gold payments.

The depreciation in the value of gold has, during the war, caused some neutral countries to protect themselves against an import of gold which would have meant a further depreciation of their monetary standard. Sweden, which in 1916 took the lead in this policy, has, however, only temporarily attained its aim, other depreciating factors, viz., more or less compulsory loans to foreign countries and extravagant State expenditure, having been quite predominant. The Swedish crown was, as a matter of fact, very much depreciated during the following years and has now, without doubt, lost far more of its purchasing power as against commodities than the dollar.

#### IV.—THE ENHANCEMENT OF PRICES.

The creation of more money is not the only cause of a rise of prices. A reduction of the total mass of commodities to be handled by a given stock of money must have the same effect on prices, as long as this stock of money is unaltered. Such a reduction has probably taken place during the war in most European countries. If the mass of commodities decreases by 10 per cent. and the stock of money at the same time increases by 100 per cent., the result must be a rise of prices in the proportion of 90 : 200 or approximately from 100 to 222. The main cause of the rise of prices has in reality, as in this example, been the increased supply of money, the reduction of the mass of commodities having always played a very secondary rôle in this respect. For such a reduction is very sharp indeed if it surpasses the limit of say 20 or 30 per cent. But the stocks of money have very generally been increased by 200 or 300 per cent. and in the most impoverished countries even far more.

If the mass of commodities in any country diminished by 10 per cent., the stock of money of that country ought strictly to be diminished by 10 per cent. too. Where this is done no rise of prices will take place. In this sense one may say that every rise of prices is caused by a too abundant supply of the means of payment and is proportional to this abundance.

*Inflation* has been defined by the Federal Reserve Board of the United States as "the process of making additions to credits not based upon a commensurate increase in the production of goods." (Fed. Res. Bulletin, July 1, 1919, p. 614.) But the omission to make reductions in credits commensurate to a decrease in the production of goods must have the same effect upon prices and may therefore justly be called an inflation too. Thus we may speak of "Inflation"

F 2



peut ainsi être question d'inflation dans un sens étroit et dans un sens plus général. S'il n'y a pas eu d'augmentation dans la masse des produits (et probablement il en a été ainsi pour la plupart des pays européens pendant la guerre), l'offre plus forte de monétaire représente l'inflation dans le sens étroit du mot. Mais, dans son sens plus général, l'inflation a pour mesure la hausse du niveau général des prix.

L'idée commune que le rareté des produits pourrait causer une hausse des prix nécessitant la création de nouveau monétaire constitue évidemment une erreur.

Les explications courantes de la hausse se basent en général sur des facteurs tels que les prix élevés des transports, les interdictions d'importation, le rendement moindre du travail, etc. Ces facteurs, ne peuvent évidemment, avoir une influence sur le niveau général des prix que pour autant qu'ils contribuent à diminuer la masse totale des produits. Nous avons déjà tenu compte suffisamment de ces facteurs dans les explications données plus haut. D'autres facteurs que l'on fait souvent valoir dans la discussion s'appliquent au fond à l'offre plus grande de monétaire. Il en est ainsi quand le public cite les salaires élevés, les prix considérables des matières premières, etc., comme étant les causes d'une hausse générale. En réalité, il ne peut y avoir de causes indépendantes au mouvement de hausse dans le niveau général des prix autres que les deux causes indiquées plus haut.

#### V.—ECHANGES INTERNATIONAUX—PARITÉS DE POUVOIR D'ACHAT.

Notre désir de payer un certain prix pour des devises étrangères doit dépendre, finalement et essentiellement, du fait que ces devises ont une puissance d'achat de produits et de services dans ce pays étranger. Par contre, quand nous offrons une certaine quantité de notre monétaire, nous offrons, en fait, une puissance d'achat de produits et de services dans notre propre pays. Notre évaluation d'une devise étrangère dépendra, par conséquent, essentiellement des puissances d'achat relatives des devises des deux pays.

Si on suppose la liberté normale du commerce entre deux pays, A et B par exemple, il s'établira entre eux un cours du change et ce cours, à part de légères fluctuations, restera stable tant qu'il n'y aura pas de changement dans la puissance d'achat des deux devises et qu'il n'y aura pas d'obstacle spécial au commerce. Mais, dès qu'une inflation a lieu dans la circulation du pays A, la puissance d'achat de son monétaire diminue, et la valeur de la devise A exprimée en monétaire B sera nécessairement réduite dans la même proportion. Si la circulation du pays B subit une inflation et sa puissance d'achat est diminuée, la valeur de la devise A exprimée en monétaire B sera évidemment augmentée dans la même proportion. Supposons par exemple que l'inflation de la circulation A a été dans la proportion 320 : 100 et que l'inflation de la circulation B a été dans la proportion 240 : 100, le nouveau cours du change sera les trois quarts de l'ancien (c'est ce qui a lieu approximativement pour l'Angleterre et les Etats-Unis). D'où la règle suivante : quand deux circulations ont subi une inflation, le nouveau cours normal du change sera égal à l'ancien, multiplié par le quotient des degrés d'inflation des deux pays. Il y aura naturellement, toujours, des fluctuations de ce nouveau cours normal, et, tant que dure la période de transition, ces fluctuations pourront être assez considérables. Mais le cours ainsi calculé doit être regardé

in a more narrow or in a more general sense. If there has been no increase in the mass of commodities, as is probably the case for most European countries during the war, the increased supply of money represents inflation in the narrow sense. But in a wider sense inflation is measured by the rise of the general level of prices.

The popular idea that a shortage in commodities could cause a rise of prices which would necessitate the creation of more money is obviously a fallacy.

Popular explanations of the rise of prices generally start from such factors as the high costs of transportation, the prohibition of imports, the diminished output of labour, etc. Such factors can obviously have an influence on the general level of prices only so far as they contribute to a decrease in the total mass of commodities. But so far due regard has already been paid to these factors in the explanation here given. Other factors which need to be set forth in the discussion refer themselves ultimately to an increased supply of money. This is the case, *e.g.*, when people speak of high wages, high costs of raw materials, etc., as causes of a general increase of prices. In reality there can be no other independent causes of an upward movement in the general level of prices than those two which have been stated above.

#### V.—INTERNATIONAL EXCHANGES—PURCHASING POWER PARITIES.

Our willingness to pay a certain price for a foreign money must ultimately and essentially depend on the fact that this money has a purchasing power as against commodities and services in the foreign country. On the other hand, when we offer so and so much of our own money we offer, in fact, a purchasing power against commodities and services in our own country. Our valuation of a foreign money will, therefore, essentially depend on the relative purchasing power of the currencies of both countries.

Given a normal freedom of trade between two countries, A and B, a rate of exchange will establish itself between them and this rate will, smaller fluctuations apart, remain unaltered as long as no alterations in the purchasing power of either currency is made and no special hindrances are imposed upon the trade. But as soon as an inflation takes place in the money of A, and the purchasing power of this money is, therefore, diminished, the value of the A-money in B must necessarily be reduced in the same proportion. And if the B-money is inflated and its purchasing power is lowered, the valuation of the A-money in B will clearly increase in the same proportion. If, *e.g.*, the inflation in A has been in the proportion of 320 to 100 and the inflation in B has been in the proportion of 240 to 100 the new rate of exchange will be three-fourths of the old rate (approximately the case of England and the United States). Hence the following rule : when two currencies have been inflated, the new normal rate of exchange will be equal to the old rate multiplied by the quotient between the degrees of inflation of both countries. There will, of course, always be fluctuations from this new normal rate, and in a period of transition these fluctuations are apt to be rather wide. But the rate calculated in the way indicated must be regarded as the new parity between the currencies. This parity may be called the *purchasing power*

comme la parité nouvelle des deux devises, cette parité peut être appelée la "*parité de la puissance d'achat*"; elle est déterminée par le quotient des puissances d'achat des différentes devises.

Pendant la guerre la puissance d'achat des différents étalons monétaires a, par suite de l'excès de moyens de paiement, été très diminuée, mais dans des proportions assez différents. Par conséquent, les parités des puissances d'achat ont subi des variations considérables et sont, aujourd'hui, très différents des parités existant avant la guerre. Il n'y a pas de raison de croire que les changes retrouveront jamais, d'une façon générale, leurs anciennes parités. Celles-ci ont perdu leur signification primitive et ne peuvent plus, sous aucun rapport, être considérées comme normales. L'allusion constante qu'on y fait encore est un obstacle excessivement sérieux à la compréhension claire de ce qui est réellement arrivé par rapport aux étalons monétaires du monde. De même, dans les statistiques, le fait de recourir encore à l'ancienne habitude de convertir le monétaire étranger sur la base des parités d'avant-guerre ne peut causer que des confusions.

Les parités des puissances d'achat représentent le véritable équilibre des changes; il est donc d'une importance pratique considérable de connaître ces parités. C'est à elles que nous devons nous référer, quand nous désirons nous rendre compte de la valeur réelle des devises dont les changes sont sujets à des fluctuations arbitraires, et parfois désordonnées. Il y a donc lieu de rechercher, avec tout le soin possible, le montant de l'inflation dans chaque pays, mesuré par l'augmentation de la circulation ou de la hausse des prix, et d'en déduire les puissances d'achat des différentes devises. Ces chiffres, basés sur une moyenne mensuelle de l'inflation dans les différents pays, devraient être présentés au monde quelques jours après la fin de chaque mois.

Dans les explications courantes de la hausse des prix, une importance spéciale est en général donnée au fait qu'il y a également une hausse dans les autres pays. Étant donné que des papiers-monnaie indépendants sont actuellement en usage dans la plupart des pays, cette explication est évidemment erronée. Les changes, ainsi que nous venons de le voir, s'équilibrent selon le niveau général des prix dans chaque pays. Si donc, il y a une hausse générale dans un pays A, la valeur de la devise A exprimée en termes de B diminuera dans la même proportion; et avec ce nouveau taux du change, le niveau plus élevé des prix dans A ne peut amener un niveau plus élevé dans B. Il suffit que l'offre de moyens de paiement dans B soit resserrée à un degré suffisant pour que la puissance d'achat de la devise B ne change pas et soit tout à fait indépendante de l'inflation dans A. D'autre part, un pays, qui a maintenu en opération un étalon-or efficace, doit évidemment subir une hausse des prix proportionnelle à la diminution de la valeur de l'or indiquée au paragraphe III.

#### VI.—MOUVEMENTS ANORMAUX DES CHANGES.

Pendant la première période de la guerre, il existait encore une certaine liberté de commerce international et les taux des changes coïncidaient plus ou moins avec la parité des puissances d'achat. Mais plus tard, des restrictions sévères au commerce international ont souvent fait dévier

*parity*, as it is determined by the quotient of the purchasing powers of the different currencies.

During the war the buying capacity of the different monetary standards has, owing to the over-abundant supply of means of payment, been much reduced, though in very different proportions. Consequently the purchasing power parities have undergone very important alterations and are now quite different from the parities which were in force before the war. There is no reason to believe that exchanges will ever be restored, generally, to their old parities. These old parities have, in fact, lost their old significance and can no longer in any respect be regarded as normal. The constant references still made to them are a most serious hindrance against a clear understanding of what has really happened to the world's monetary standards. In statistics, likewise, it is only confusing to retain the old custom of converting foreign money on the basis of the pre-war parities.

The purchasing power parities represent the true equilibrium of the exchanges and it is, therefore, of great practical value to know these parities. It is in fact to them we have to refer when we wish to get an idea of the real value of currencies whose exchanges are subject to arbitrary and sometimes wild fluctuations. Every care should therefore be taken to ascertain the rate of inflation of each country, as measured by the increase of circulation or by the rise of prices, and from these data calculate the purchasing power parities of the different currencies. Such figures, based on monthly mean inflation in different countries ought to be laid before the world some few days after the end of each month.

In the popular explanations of the enhancement of prices a prominent place usually is given to the fact that prices have risen in other countries. In regard to the independent paper currencies now in use in most countries this explanation is obviously false. The exchanges adjust themselves, as we have now seen, to the general price level of each country. If, then, a general rise of prices has taken place in A, the value of the money of A in B will sink in the same proportion and with this new rate of exchange the higher price level in A cannot cause a higher price level in B. If only the supply of means of payment in B is kept scanty enough, the purchasing power of the B-money will be unaltered and quite independent of any inflation in A. On the other hand, a country which has kept up an effective gold standard must obviously experience a rise of prices commensurate to the fall in the value of gold referred to under III.

#### VI.—ABNORMAL DEVIATIONS OF THE EXCHANGES.

In the earlier part of the war, when a certain amount of freedom still was left for international trade, the actual rates of the exchanges used to coincide fairly well with the purchasing power parities. But later the sharp restrictions of the trade between nations have often distorted the exchanges



Les cours des changes de ces parités. Si le commerce entre deux pays subit des restrictions d'un côté plus que de l'autre, la valeur de la devise du pays, dont l'exportation est relativement plus entravée, baissera, dans l'autre pays, au-dessous de la parité de sa puissance d'achat. Ce résultat confirme notre conception générale des cours des changes ; ceux-ci constituent, selon nous, l'expression de l'estimation des moyens d'obtenir des produits étrangers ; si l'offre de ces derniers est artificiellement rendue difficile, la valeur effective de la devise étrangère baissera en proportion. Il y a de nombreux exemples du mouvement anormal des changes, de ce genre. Ainsi l'inflation aux Etats-Unis a sans aucun doute été beaucoup moindre qu'en Suède et le dollar a conservé son ancienne puissance d'achat à un degré beaucoup plus élevé que la couronne suédoise. La parité de puissance d'achat doit donc avoir subi une hausse considérable dépassant l'ancienne parité de kronor 3,73 au dollar. En fait, le cours est tombé bien au-dessous de l'ancienne parité lors des restrictions sévères des exportations américaines en Suède ; le cours moyen en novembre 1917 atteignit jusqu'à 2,55 kronor. Dès que les restrictions furent levées, le cours du dollar subit une hausse, et atteignit un niveau correspondant à la parité des puissances d'achat et même temporairement plus élevé. L'explication de la dépréciation temporaire du dollar doit être recherchée dans le fait qu'il n'y avait pas d'utilisation immédiate pour les dollars détenus en Suède.

Les restrictions dont nous devons tenir compte peuvent être d'autres différents ; l'interdiction absolue des exportations, l'interdiction accompagnée d'un système de dérogations, la restriction des exportations, les droits sur celles-ci, les mesures imposant des prix plus élevés pour l'étranger que pour le marché intérieur, etc., sont des exemples de méthodes utilisées pendant la guerre qui ont souvent été maintenues. Elles ont toutes pour résultat une dépréciation correspondante de la valeur internationale de la devise du pays qui les applique. Si l'on se rendait mieux compte de ces résultats, ces mesures seraient probablement de beaucoup adoucies. Ces restrictions peuvent aussi prendre la forme d'obstacles artificiels ou naturels rendant les transports du pays A au pays B plus difficiles que ceux dans le sens opposé. Le résultat en sera une certaine dépréciation de la devise de A vis-à-vis de celle de B. Le même résultat suivra toutes les mesures appliquées par B dans le but de restreindre les importations. Ainsi les restrictions sévères de la France en ce qui concerne les importations d'articles de luxe tendent à renforcer la valeur internationale du franc ou plutôt à compenser dans une certaine mesure d'autres influences tendant à déprécier le franc au-dessous de la parité de sa puissance d'achat. Au point de vue français, l'explication en est que les devises étrangères ne sont plus aussi demandées quand on ne peut s'en servir pour acheter des articles de luxe étrangers ; au point de vue étranger, les restrictions aux importations rendent l'obtention de francs plus difficiles.

Nous pouvons imaginer différents autres facteurs pouvant faire baisser la valeur internationale de la devise au-dessous de la parité de sa puissance d'achat ; mais, s'il n'y a pas d'obstacle spécial aux exportations du pays, toute dépréciation de la devise au-dessous de sa parité de pouvoir d'achat aura pour corollaire évident une augmentation des exportations tendant à compenser cette dépréciation. Dès que la devise d'un pays est

from these parities. If trade between two countries is more hampered in one direction than in the other, the value of the money of the country whose export is relatively more restricted will fall, in the other country, beneath the purchasing power parity. This result is only in accordance with our general conception of the rate of exchange as an expression of the valuation of a means of securing the supply of foreign commodities ; if this supply is made artificially difficult, the actual value of the foreign currency must sink in proportion. There are many instances of such abnormal deviations of the exchanges. Thus, the inflation in the United States has without doubt been much smaller than in Sweden, and the dollar has kept much more of its old purchasing power than the Swedish crown. The purchasing power parity must therefore have risen considerably above the old parity of Kronor 3.73 for the dollar. But the actual rate fell, during the time of the severest war restrictions of American exports to Sweden, far beneath this old parity, the mean monthly rate for November, 1917, being as low as Kronor 2.55. As soon as the restrictions were removed, the dollar exchange rose to a height corresponding to the purchasing power parity and even, for a short time, above it. The explanation of the temporary undervaluation of the dollar is to be sought in the absence of any immediate employment for dollars in Swedish possession.

The restrictions of which we have to take account in this connection may be of different kinds. Absolute prohibition of export, prohibition with a system of licenses, rationing of export, export duties, measures to keep up higher prices for foreigners than those of the inland market, etc., are samples of methods which have been in use during the war and are still retained in numerous cases. They all work in the direction of a corresponding depression of the international value of the currency of the country applying them. If this were clearly seen, the eagerness for such methods would probably be considerably mitigated. The restrictions can also take the shape of artificial hindrances or natural difficulties hampering transport from the country A to the country B more seriously than the transport in the opposite direction. The result will be some undervaluation of the money of A in that of B. The same result will, of course, follow from every import-restricting measure in B. Thus, the severe French import restrictions on luxuries tend to enhance the international value of the franc, or perhaps rather to counteract, to a certain degree, other influences tending to depress the franc beneath its purchasing power parity. The explanation is, from the French point of view, that foreign money is no longer so much worth having when it cannot be used for acquiring foreign luxuries ; and from the foreigner's point of view, that the import restrictions make it more difficult to procure francs.

We can imagine several other factors which might depress the international value of a currency beneath its purchasing power parity. But if there is no special hindrance against export from a country, every undervaluation of its currency will obviously call forth an increase of its export tending to counteract this undervaluation. For as soon as the currency of a country is undervalued in comparison

dépréciée par rapport à la parité de sa puissance d'achat, il y aura un avantage spécial à se servir de cette devise pour les achats et pour se procurer des produits dans ce même pays. La demande sera ainsi stimulée et la valeur de la devise atteindra bientôt la parité de la puissance d'achat. Donc, tant qu'il n'y a pas de restrictions spéciales aux exportations du pays, les autres causes déprimant le change au-dessous de la parité de la puissance d'achat, n'auront jamais qu'un effet temporaire.

Comme exemples de ces tendances poussant à la baisse, citons : un manque de confiance dans l'avenir d'un étalon monétaire poussant à escompter une baisse de la valeur intrinsèque de cette devise ; des opérations de spéculateurs, etc. Mais le facteur de dépréciation le plus important est constitué par la vente à tout prix à l'étranger de la devise d'un pays. Pendant cette dernière année, cette pratique a pris de telles proportions et est devenue, dans la situation monétaire internationale, un facteur d'une telle puissance, qu'il est nécessaire de lui accorder une attention spéciale.

C'est l'Allemagne qui offre le meilleur exemple de ce processus. Les marks allemands ont été vendus à l'étranger sur une échelle énorme et pour ainsi dire à n'importe quel prix ; le Gouvernement central, les organisations locales, les banques et entreprises diverses ayant un besoin urgent de moyens de paiement étrangers, en apparence introuvables autrement, ce pays se voyait obligé de vendre sa devise. Ce processus doit être considéré comme une alternative détestable à celui, plus régulier, de s'assurer des prêts étrangers. Ne pouvant trouver de prêteurs, l'Allemagne s'adressa à une nouvelle classe de capitalistes, les spéculateurs en changes, et leur offrit au lieu d'un taux d'intérêts considérable, l'attraction d'un cours du change extrêmement bas. Naturellement, les spéculateurs subirent des pertes élevées à mesure que le change descendait de plus en plus, mais de nouveaux spéculateurs étaient toujours disposés à croire que " le fond avait été touché " ; en fait, les derniers venus ont fait des bénéfices énormes. La vente des marks à l'étranger s'est fortement accrue, paraît-il, par les efforts faits pour soustraire ainsi des capitaux aux impôts exorbitants.

Ce processus, effectué sur une telle échelle, doit inévitablement avoir pour résultat une dépréciation du mark allemand au-dessous de la parité de sa puissance d'achat. C'est ce qui est arrivé parfois à un degré réellement alarmant. Quand le mark avait atteint son plus bas cours international, il ne possédait plus que le tiers et le quart de la valeur correspondant à sa puissance d'achat à l'intérieur du pays. Ainsi il eût été extraordinairement profitable d'utiliser des marks allemands pour acheter à des prix dérisoires sur le marché allemand. Pratiquement, on aurait eu un avantage considérable à exporter n'importe quel article. Il y avait là pour l'Allemagne une situation impossible ; elle était obligée de protéger ses stocks peu considérables de denrées et de matières premières et d'en empêcher l'exportation. En ce qui concerne les autres produits, elle a essayé de se défendre contre les acheteurs qui essayaient de profiter de la dépréciation du change, en multipliant pour les étrangers, les prix au-delà de ceux appliqués pour les acheteurs allemands. Cependant ces mesures, comme il a été dit

with its purchasing power parity there will be a special profit in buying this currency and using the money to procure commodities from that country. The stimulus thus given to the demand must very soon bring the price of the currency up to the purchasing power parity. Therefore, where no extra restrictions on the export of a country are imposed, other causes depressing the exchange beneath the purchasing power parity can have only a temporary effect.

As instances of such depressing tendencies we can quote : a distrust in the future of a monetary standard, leading to a discounting of an anticipated fall of the internal value of the money ; operations of speculators, etc. By far the most important of these depressing factors is, however, the practice of selling out the currency of a country abroad. This practice has, during the last year, reached such proportions and become such a prominent factor in the international monetary situation that it is necessary to devote special attention to it.

The whole operation can best be studied in the case of Germany. German marks have been sold out abroad on an enormous scale, and at almost any price they would fetch. As the central government, local bodies, banks and business enterprises were in absolute need of foreign means of payment, and these did not seem to be procurable in any other way, the country was driven to this selling out of its currency. The process must be looked upon as a substitute—a bad substitute indeed—for the more regular device of securing foreign loans. As lenders could not be found, Germany turned to a new class of investors, the speculators in currency, and offered them, instead of a high rate of interest, the inducement of an extraordinary low rate of exchange. Of course, the speculators suffered heavy losses as the exchange went down step by step. But new ranks of speculators were always ready to believe that " the bottom has been reached " ; as a matter of fact, the last of them have made enormous profits. The selling out of marks is said to have been considerably increased by the endeavours to evade in this way an exorbitant taxation.

Now, this process, carried on on such a scale, inevitably must have a tendency to depress the German mark beneath its purchasing power parity. Such a depression has also taken place, at certain periods, to a most alarming degree. When the mark was at its lowest international value it had certainly not more than a third or a fourth part of the value which would have corresponded to its internal purchasing power. It would, under such circumstances, have been extraordinarily profitable to use German marks for buying in the cheap German markets. In fact almost everything could then have been exported from Germany with great advantage. This was, of course, an impossible situation for Germany. She was simply compelled to protect her scanty supplies of food and raw materials, and thus to prohibit exports of them. In regard to other commodities she tried to defend herself against buyers, seeking to take advantage of the low exchanges, by raising prices for foreigners to some multiple of the inland price. These measures, however, must, according to what has been stated above, have the

plus haut, ont pour effet de déprécier, de façon permanente, le taux du change du mark au-dessous de la parité de sa puissance d'achat.

D'autre part, ces mesures n'ont pas été tout à fait efficaces ; il n'a pas été possible d'empêcher que l'énorme puissance d'achat mise aux mains des étrangers ne revienne, dans une certaine mesure, en Allemagne et ne se fasse sentir sur les marchés intérieurs. Il en résulta même pour les acheteurs allemands, une hausse de prix. Ainsi la puissance d'achat du mark allemand à l'intérieur a été, en fait, réduite. La hausse générale des prix en Allemagne, pendant la dernière année, a été énorme ; en même temps, naturellement, les parités de puissance d'achat pour le mark avaient été réduites en proportion.

De ces manifestations résultent assez clairement les effets désastreux que peut avoir la vente de la devise d'un pays à des spéculateurs étrangers. Le cas de l'Allemagne a été le plus remarquable ; mais les mêmes pratiques ont eu lieu dans d'autres pays et ceux qui se sont laissés entraîner sur cette pente devraient, maintenant, se rendre compte de l'urgence qu'il y a à y mettre fin.

#### VII.—EFFETS SUR LE COMMERCE INTERNATIONAL.

Toute altération de la parité du pouvoir d'achat du change entre deux pays doit naturellement avoir une influence perturbatrice sur leur commerce mutuel. Mais, aussitôt, que cette parité a été stabilisée à un certain niveau, il importe peu que ce niveau soit bas ou élevé. Ainsi le commerce d'exportation n'est pas gêné par les bas cours des changes étrangers, tant que ces derniers correspondent seulement à un niveau élevé des prix à l'étranger ou à un niveau bas à l'intérieur ; il n'est pas non plus stimulé par les cours élevés des changes étrangers, tant que ceux-ci correspondent seulement au pouvoir d'achat relatif des étalons monétaires cotés. De même, les bas prix des devises étrangères n'impliquent pas un encouragement à l'importation, ou des entraves pour le producteur à l'intérieur, à condition que ces changes soient une expression vraie du pouvoir d'achat de la devise étrangère ; à la même condition, le prix élevé des devises étrangères ne gêne en aucune manière l'importation. En fait, les termes de changes "élevés" ou "bas" n'ont aucun sens en eux-mêmes : Lorsqu'on les emploie il faut évidemment les considérer comme se rapportant aux taux normaux du change, c'est-à-dire aux parités du pouvoir d'achat. Mais quand ils sont utilisés, comme c'est généralement le cas, par rapport à des parités anciennes, qui ont perdu toute signification véritable, ils induisent en erreur au plus haut point.

Il est également clair que chaque fois que les taux actuels des changes s'écartent des parités des pouvoirs d'achat, cet écart doit causer des perturbations considérables dans le commerce international. L'exportation du pays A au pays B doit être très gênée, si l'argent de B est coté en A au-dessous du niveau réel des prix en B, comparés avec ceux de A. En même temps, l'importation en A de produits de B serait artificiellement stimulée par un cours semblable. Il est vrai que ces deux résultats tendraient à augmenter la valeur de la devise de B en A, et à la ramener à la parité de son pouvoir d'achat, ce qui prouve que cette parité est le vrai point d'équilibre pour les changes.

effect of pressing down, permanently, the exchange value of the mark beneath its purchasing power parity.

On the other side, the measures have not been quite effective. It has not been possible to prevent the enormous buying capacity put into the hands of foreigners from reverting, to a certain extent, to Germany and making itself felt on its internal market, by forcing up prices even for inland buyers. This means, however, that the internal purchasing power of the German mark has been reduced. In fact, the general rise of prices in Germany during the last twelve months has been enormous. But then, of course, the purchasing power parities of the mark have been proportionally cut down.

From these experiences it seems clear enough what disastrous effects are connected with an endeavour to sell out a currency of a country to foreign speculators. Although the case of Germany is the most conspicuous, the practice has by no means been restricted to that country. Other countries which have been tempted on the same downward road should now see the necessity of stopping the process.

#### VII.—EFFECTS ON INTERNATIONAL TRADE.

Every alteration in the purchasing power parity of the exchange between two countries naturally must have a disturbing influence on their mutual trade. But as soon as this parity has been stabilised at a certain level it is of no importance whether this level is high or low. Thus, the export trade of a country is not hampered by low quotations of the foreign exchanges as long as these quotations only correspond to a high level of prices in foreign countries or a low level at home ; nor is it specially stimulated by high quotations of the foreign exchanges as long as these only correspond to the relative purchasing power of the monetary standards quoted. Likewise, low prices on foreign currencies do not mean an encouragement of imports from them or a handicap for the home producer, provided these exchanges are a true expression for the purchasing power of the foreign money ; on the same condition, high prices of foreign currencies do not in any way hamper the import from them. In fact, the terms "high" or "low" exchanges have no sense in themselves ; if they are to be used they must obviously refer to the normal rates of exchange, *i.e.*, to the purchasing power parities. But when used, as is generally the case, in reference to old parities which have lost all real significance they are in the highest degree misleading.

Equally clear it is that every deviation of the actual rates of exchange from the purchasing power parities must cause considerable disturbances in international trade. The export from A to B must be very much hampered if the money of B is quoted in A lower than would correspond to the general level of prices in B as compared with that in A. At the same time, the import to A from B would get an artificial stimulus from such a quotation. True, both these effects would tend to enhance the value of the B-money in A, and to bring it up again to its purchasing power parity, which shows that this parity is the true point of equilibrium for the exchanges.

Mais en réalité, ce rétablissement de l'équilibre peut prendre un temps considérable, surtout si les causes qui font baisser le change sont puissantes et s'exercent d'une façon continue. Cette période peut amener de graves perturbations dans le commerce et l'industrie des deux pays. Généralement, le pays dont la devise est dépréciée, est considéré comme la victime et les difficultés de sa position apparaissent clairement à tout le monde. Cependant, en fait, la situation n'est pas bien meilleure pour le pays dont le change est trop élevé. Un pays dans une position semblable sera exposé à un genre, tout à fait nouveau, de dumping, aux conséquences incalculables, et en même temps sera très gêné dans son commerce d'exportation. La plupart des pays européens en avaient fait des expériences très désagréables lors de la baisse extraordinaire du mark allemand pendant l'hiver 1919-1920, tandis que l'Allemagne, elle-même, avait eu à supporter toutes les souffrances et les curieuses perturbations d'un pays livré à une dépréciation anormale de sa monnaie. Mais ce n'est nullement le seul cas. Il y a eu, durant les premiers mois de 1920, une dépréciation importante du franc français et de la lire italienne par rapport aux devises anglaises, américaines et neutres. Il est évidemment de toute importance, que la lumière soit complètement faite sur les causes de ces mouvements anormaux du change et de leurs effets sur le commerce international.

Il nous faut ici, cependant, insister, tout d'abord, sur cette vérité d'ordre général que les changes ne troublent le commerce international que dans la mesure où ils s'écartent de la parité de leur pouvoir d'achat. C'est une grave erreur que de juger les changes actuels en se plaçant au point de vue des parités d'avant-guerre. Cette erreur est cependant constamment répétée, même dans des exposés, par ailleurs sérieux, de la situation financière. Il en résulte que l'on se représente souvent un change comme étant défavorable à un pays alors qu'il lui est en réalité favorable, et vice versa. Il est extrêmement dangereux de ne pas éclaircir les premiers principes dans des questions d'une telle portée vitale, et il semble donc, qu'il soit nécessaire d'arriver à s'accorder complètement sur ce point. Le monde ne reviendra jamais aux parités d'avant-guerre, et nous aurons, dans tous les cas, tôt ou tard, à nous accoutumer à considérer les nouvelles parités du pouvoir d'achat, qui, nous pouvons l'espérer, sortiront graduellement du trouble actuel, comme étant les parités réelles.

Les mois de mai et de juin 1920 ont été témoins d'une hausse très vive du mark allemand. On aurait pu croire que cette reprise du mark aurait été très avantageuse pour l'Allemagne, ainsi que pour les pays en relations commerciales avec elles. Cela s'est produit sans aucun doute, dans une certaine mesure. Mais ce changement même et sa soudaineté ont, en réalité, eu des conséquences presque fatales non seulement pour le commerce international de l'Allemagne, mais aussi pour sa production et pour toute sa vie économique intérieure. Ces conséquences ont, naturellement, été aggravées par les fluctuations journalières des changes qui semblent avoir empiré et être devenues plus que jamais incalculables.

Ces expériences, et d'autres semblables relatives à d'autres monnaies, semblent montrer que les changes, qui sont dépréciés très au-dessous de la parité de leur pouvoir

But in reality this restoration to equilibrium may take a long time, especially if the forces depressing the exchange are strong and work continually. And this period may prove very disturbing for trade and industry in both countries. Generally, the country which has got its money undervalued is regarded as the sufferer, and the difficulties of its position are clear to everybody. In fact, however, it is not much better for the country whose currency is overvalued, such a country being exposed to quite a new sort of dumping of the most reckless and incalculable kind, and at the same time very much hampered in its export trade. Most European countries have had such disagreeable experiences of the extraordinary depression of the German mark during the winter 1919-20, while Germany herself has had to go through all the sufferings and curious disturbances of a country exposed to an abnormal undervaluation of its currency. But this is by no means the only case. There has been, in the first months of 1920, a very substantial undervaluation of the French franc and the Italian lira in relation to British, American and neutral currencies. It is obviously of great importance that the fullest light should be thrown upon the causes of these abnormal movements of the exchanges and on their effects on trade.

Here we have, however, first of all, to emphasize the general truth that exchanges are disturbing to international trade only in so far as they deviate from their purchasing power parities. To judge the present exchanges from the point of view of the pre-war parities is a grave mistake, which is, however, incessantly repeated, even in otherwise sound expositions of the monetary situation. The result is that people often represent an exchange as being against a country when the opposite is the case, and *vice versa*. In questions of such vital practical bearing, no obscurity in regard to first principles can be allowed without serious risk, and it seems, therefore, highly desirable that a full understanding on this point should be arrived at. The world will never come back to the pre-war parities, and we shall therefore, in any case, sooner or later, have to accustom ourselves to look upon the new purchasing power parities, which, we may hope, will gradually crystallise themselves out of the present muddle, as the true parities.

The months of May and June of 1920 have witnessed a very sharp rise of the German mark. One could have imagined that this recovery should have been a great advantage for Germany, as well as for the countries trading with Germany, and, to a certain extent, this has undoubtedly been the case. But the very alteration and its suddenness have, in reality, proved almost fatal, not only to the international trade of Germany, but also to her production and her whole internal economic life. These consequences have, naturally, been aggravated by the violent daily fluctuations of the exchanges which have taken place and which seem to have become worse and more incalculable than ever.

These experiences, and similar experiences in regard to other currencies, seem to show that exchanges which are very much depressed beneath their purchasing power parities

d'achat, sont sujets à des fluctuations plus violentes et arbitraires que les changes qui varient dans le voisinage de leur parité de pouvoir d'achat.

Il est de toute évidence qu'une situation qui permet de telles fluctuations du change est tout à fait intolérable ; l'impossibilité absolue d'établir en affaires un calcul ordinaire ou de faire une prévision économique quelconque menace d'une catastrophe non seulement le commerce international, mais toute la vie économique d'une partie du monde toujours plus grande.

Quand la variation des changes est défavorable à un pays c'est-à-dire quand la devise du pays baisse en valeur internationale—on l'explique généralement comme étant le résultat d'une mauvaise balance du commerce. Mais cette explication est évidemment inadéquate, si l'écart des changes est considérable, et si il n'a pas un caractère tout à fait temporaire. Car si un pays achète, plus à un autre qu'il ne lui vend, la balance doit être réglée d'une façon quelconque ; soit par l'exportation de valeurs soit par des emprunts dans l'autre pays. Ainsi la balance des paiements doit en somme s'équilibrer elle-même et il n'y a pas de raisons de constater une altération permanente dans les taux du change. Si une telle altération se produit, elle doit être considérée comme la preuve d'une inflation, qui a fait baisser la valeur intrinsèque de l'étalon monétaire du pays et qui a fait monter le niveau général de ses prix. Avec un niveau des prix inaltéré et un taux du change déprécié, l'exportation du pays devrait recevoir une impulsion puissante, qui tendrait à ramener le change à son taux normal.

D'un autre côté, s'il y a eu inflation, un nouvel équilibre normal des changes doit s'établir de lui-même indépendamment de toute balance du commerce. Si, par exemple, l'inflation française est de 600 (en comparaison avec 100 d'avant-guerre) et l'inflation anglaise de 300, il est tout à fait superflu de rechercher une autre cause pour expliquer que le taux normal a passé de 25 frs. pour la livre au taux double de 50 frs. (Ces chiffres sont naturellement très simplifiés, mais peuvent être pris comme représentant l'essentiel de ce qui est vraiment arrivé.) Si donc, en plus, la France souffre d'une balance du commerce défavorable, cette balance doit être payée par des crédits nouveaux, ou par l'exportation de valeurs, et il n'y aura pas de dépréciation nouvelle du franc. Si le pays se trouvait vraiment dans l'impossibilité de se procurer, d'une façon normale, des moyens de paiement, et que pour cette raison, il se mettait à vendre ses propres devises à l'étranger à des spéculateurs, ce serait, sans aucun doute, un facteur tendant à déprécier la valeur internationale du franc. Mais, même dans ce cas, une baisse permanente, au-dessous de la parité du pouvoir d'achat, ne pourrait se produire que si l'exportation des produits de France était particulièrement restreinte, et que les détenteurs de francs à l'étranger étaient ainsi privés d'un libre exercice de son pouvoir d'achat sur le marché français. Ceci devrait clairement indiquer qu'une balance du commerce, ou même, d'une façon plus générale, une balance des obligations journalières défavorable, est tout à fait insuffisante à expliquer une baisse durable de la valeur d'échange de la devise du pays.

Maintenant, si nous sommes forcés, sur ce point, d'abandonner complètement la théorie populaire des balances de commerce pour expliquer les mouvements des changes

are liable to more violent and arbitrary fluctuations than exchanges which move in the vicinity of their purchasing power parity.

Certainly, a situation which allows such fluctuations of the exchanges is quite intolerable: the complete impossibility of making an ordinary business calculation or an economic forecast of any kind threatens not only international trade, but the whole economic life of a continually growing part of the world with a complete breakdown.

When the exchanges move against a country—i.e., when the currency of the country sinks in international value—people generally explain it as a result of an adverse balance of trade. But this explanation is obviously inadequate if the deviation of the exchanges is considerable, and has more than a quite temporary character. For if a country buys more from another than it sells to it, the balance must be paid in some way; say, by export of securities or by loans in the other country. Thus the balance of payments must on the whole equalise itself, and there is no reason for a definite alteration in the rates of exchange. Should such an alteration occur, it must generally be taken as a proof of an inflation which has brought down the internal value of the monetary unit of the country and raised its general level of prices. With an unaltered price-level and an adverse rate of exchange, the country's export trade should get a strong stimulus, which would tend to bring the exchange back soon enough to its normal rate.

On the other hand, if an inflation has taken place, a new normal equilibrium of the exchanges *must* establish itself, quite irrespective of any balance of trade. If, e.g., the French inflation is 600 (in comparison with 100 before the war) and the English inflation is 300, it is altogether superfluous to look for another cause to explain the normal rate having doubled from 25 francs for the £1 to 50 francs. (These figures are, of course, somewhat simplified, but may be taken as representing the essential of what has really happened.) If then, in addition, France suffers from an adverse balance of trade, this balance must be paid for by fresh credits, or by export of securities; and no further depression of the franc will follow. Were the country really cut off from all normal ways of procuring means of payment, and were it for this reason turning to sell out its own currency abroad to speculators, that would without doubt be a factor tending to a further depression of the international value of the franc. But even then a definite depression beneath the purchasing power parity could only take place if the export of commodities from France were particularly restricted, and the foreign holders of francs thereby cut off from a free use of their purchasing power on the French market. This ought to make it clear that an adverse balance of trade, or even, more generally, an adverse balance of daily obligations, is quite insufficient as an explanation of any lasting depression of the exchange value of the currency of the country.

Now, if we are bound, on these grounds, to abandon altogether the popular theory of trade balances as an explanation of the movements of international exchanges since the

internationaux depuis le commencement de la guerre, une autre théorie très répandue doit aussi être écartée : celle d'après laquelle les changes dépréciés peuvent être relevés par un redressement de la balance du commerce. En fait, on croit généralement qu'un pays, qui a vu la valeur de sa devise sur les places étrangères baisser très au-dessous de sa parité d'avant-guerre sera capable, après la guerre, de rétablir l'ancien change par la simple augmentation de ses exportations. Ceci sera certainement possible, si la forte dépréciation internationale du monétaire du pays a été causée exclusivement par des entraves apportées à ses exportations d'un côté seulement. Mais, s'il y a des symptômes d'une dépréciation interne de la valeur du monétaire, aucun développement des exportations du pays ne peut améliorer son change. Ce change sera, dans l'avenir, gouverné exclusivement par les parités de son pouvoir d'achat et ne pourra, donc, être amélioré que si le pays arrive à réduire son inflation et à donner ainsi une valeur interne plus grande à son monétaire. Mais, comme nous le verrons, cela constitue un procédé très compliqué, comportant des difficultés d'un genre différent de celles qui se présentent pour le développement des exportations.

#### VIII.—STABILISATION DES DIFFÉRENTS ÉTALONS MONÉTAIRES.

Si nous voulons vraiment faire un effort sérieux pour faire renaître la vie économique du monde, nous trouverons invariablement, de quelque côté que nous attaquons le problème, que la première chose à faire est de mettre fin à l'inflation. Tant que l'inflation se poursuivra librement, dépréciant encore plus les étalons monétaires, on ne peut espérer aucun résultat du travail de reconstitution. L'arrêt de l'inflation implique nécessairement l'établissement d'un resserrement sensible du monétaire. Il y aura toujours des demandes de monétaire tant que celui-ci pourra être multiplié d'une façon arbitraire. Les gouvernements dépenseront plus qu'ils n'ont d'épargne à leur disposition, les lanceurs d'affaires entreprenants auront besoin de plus de capitaux que la communauté ne peut économiser, des projets de construction de logements seront poussés, sans tenir compte des vraies possibilités d'obtenir du capital, les ouvriers demanderont des salaires plus élevés et d'autres ouvriers les suivront ; les commerçants augmenteront les prix de vente et les profiteurs saisiront l'occasion de cette vague générale de la hausse des prix. En un mot, nous aurons tous les facteurs en mouvement, facteurs que l'on regarde généralement comme les vraies causes d'une augmentation générale des prix. La faiblesse de l'explication populaire est assez claire ; ces facteurs travaillent *toujours* comme des tendances ; mais, normalement, ils sont tenus dans des limites convenables par une rareté définie de la monnaie, imposant la dure nécessité de restriction. Mais quand cette rareté naturelle est supprimée au moyen de mesures permettant une création arbitraire de monétaire nouveau et quand, ainsi, les écluses de l'inflation sont ouvertes, les tendances pourront se développer et deviendront des facteurs qui travailleront en faveur de l'augmentation des prix. Le seul moyen possible, de combattre cette augmentation des prix et le renchérissement de la vie, est donc de rétablir le resserrement nécessaire du monétaire et d'écartier définitivement toute

beginning of the war, another very popular theory has to be buried too, viz., the theory that depressed exchanges can be corrected by an adjustment of the trade balance. In fact, it is very generally believed that a country which has seen the price of its money abroad sink very much below its pre-war parity will be able, after the war, to restore the old exchanges only by increasing its exports. This will certainly be possible if the low quotations of the money of the country have been caused exclusively by one-sided hindrances against its exports. But if they are signs of a deteriorated internal value of the money, no development of the export of the country can better the exchanges. These will in the future be governed exclusively by the purchasing power parities, and will therefore only be improved if the country succeeds in reducing its inflation, and thus in giving its monetary unit a higher internal value. But this is, as we shall see, a very complicated process, involving difficulties of another kind than that of increasing exports.

#### VIII.—THE STABILISATION OF THE DIFFERENT MONETARY STANDARDS.

If we really wish to make an earnest effort for the recovery of the world's economic life, we shall invariably find, from whatever point we take up the problem, that the first thing to be done is to stop the process of inflation. As long as inflation is allowed to go on, deteriorating still further the monetary standards, there is no hope for any work of reconstruction. Now, the stopping of inflation necessarily involves the establishing of a definite scarcity of money. Where the supply of money can be arbitrarily increased, demands for money will always be sure to come forward. Governments will spend more than the actual savings they have at their disposal, enterprising promoters will require more capital than the community can save, housing schemes will be pushed without regard to the real possibilities of the supply of capital, labourers will ask for higher wages and other labourers will follow them, tradesmen will increase their selling prices, and profiteers will take advantage of the general wave of price-enhancement. In one word, we shall have all the factors set moving which people generally look upon as the real causes of a general rise of prices. The deficiency of the popular explanations is plain enough : these factors are *always* at work as tendencies ; but they are, normally, kept within due limits by a definite scarcity of money, imposing the hard necessity of restriction. Only when this natural scarcity is done away with by measures allowing an arbitrary creation of fresh money, and when thus the sluices of inflation are thrown open, will the tendencies develop into factors actually at work in the process of price-enhancement. Therefore, the only possible way of combating this enhancement of prices and the rising cost of living is to restore the necessary scarcity of money, and definitely shut out all arbitrary measures tending to make the supply of money artificially easy. The popular idea that a rise of prices can be prevented by legislation enacting maximum prices and inflicting severe punishments on speculators and profiteers,



mesure arbitraire tendant à faciliter artificiellement l'approvisionnement en monétaire. L'idée populaire qu'une hausse des prix peut être arrêtée par des mesures législatives, imposant des prix maxima et infligeant des punitions sévères aux spéculateurs et aux profiteurs, alors que le pays est constamment inondé de monétaires nouveaux, est une erreur qu'il est très important de déraciner.

Le problème d'arrêter l'inflation est évidemment au premier abord un problème que chaque pays doit résoudre lui-même. En mettant en pratique une telle politique, le pays pourra obtenir un étalon *stabilisé* des valeurs; et quels que soient les buts futurs de la politique monétaire du pays, c'est, sans aucun doute, la première chose à faire.

Les procédés généraux pour maintenir l'efficacité d'un étalon monétaire consistent en une restriction suffisante du volume des moyens de paiement basés sur cet étalon. Le principal régulateur est le taux d'escompte. Le taux d'escompte a été trop bas pendant la guerre, dans le monde entier. La disette réelle de capital aurait demandé un intérêt bien plus élevé que le 5 ou le 6 pour cent qui a généralement prévalu, mais qui n'a été que le résultat d'une falsification continuelle du marché monétaire. Même maintenant, après la guerre, le besoin mondial de capital est tellement considérable, en comparaison de sa rareté, qu'un vrai équilibre ne peut être atteint qu'à l'aide de taux d'intérêt plus élevés que ceux qui existent généralement. On commence à s'en rendre compte plus généralement, comme le montrent les dernières augmentations du taux de l'escompte de quelques banques centrales, qui ont atteint 7 pour cent. Mais il y a encore beaucoup de pays, arriérés à ce point de vue, qui croient à ce qu'il semble, qu'ils peuvent se permettre le luxe d'un taux beaucoup plus bas; et ces pays, chose curieuse, ne sont pas toujours, loin de là, parmi les plus riches.

On dit souvent qu'un taux d'intérêt élevé gêne la production et la rend plus chère. Ceci est faux. Une politique d'intérêt, qui donne à la rareté du capital sa vraie expression au moyen d'un taux d'intérêt suffisamment élevé, ne peut, en aucune façon, empêcher les forces productives de la communauté d'être entièrement employées. Elle ne fait que détourner dans une certaine mesure, ces forces, des besoins futurs vers les besoins présents, et de cette façon, elle assure mieux les besoins du présent qu'il ne serait possible autrement. Si, par exemple, une somme de cent millions est dépensée en une année pour des besoins futurs quelconques—soit la construction d'un grand nombre de bâtiments—presque tout le capital distribué sera transformé en un pouvoir d'achat demandant à être satisfait avec des produits et des services qui devront être immédiatement consommés. Mais en pratique, aucune de ces commodités n'a été produite par cette dépense. Très probablement, aucun nouveau logement n'aura été fourni; pendant l'année et même dans l'avenir immédiat seule une très petite partie de la dépense primitive aura été remboursée, annuellement, par la location des logements. Si les cent millions ne sont pas économisés par quelques-uns en réduisant d'autant leurs dépenses au-dessous de leurs revenus annuels, la masse des produits consommables à la disposition de la communauté, pendant l'année, rencontrera donc une demande hors de proportion avec sa valeur et le résultat sera inévitablement une hausse des prix. Maintenant, si le taux de l'intérêt a été augmenté de façon à répondre à la rareté véritable de l'épargne et si

while the country is incessantly flooded with fresh money is a fallacy which it is very important to get rooted out.

The problem of stopping inflation is obviously, in the first instance, a problem for each country to decide for itself. By carrying through such a policy, the country will be able to attain a *stabilised* standard of value; and whatever may be the further aims of the monetary policy of the country, this is undoubtedly the first thing to be done.

The general means of keeping up a monetary standard is the sufficient limitation of the supply of means of payment in that standard. The principal regulator of this supply is the rate of discount. In the whole world the rates of discount have been too low during the war. The real scarcity of capital would have commanded a much higher interest than the 5 or 6 per cent. which have generally prevailed, but which have only been the results of a continual falsification of the money market. Even now, after the war, the world's need of capital is so great, in comparison with the scanty supply, that a real equilibrium can be attained only by the aid of higher rates of interest than those generally prevailing. This has begun to be more and more recognised, as is shown by the latest increases of the discount rates of some central banks up to 7 per cent. But still there are many countries lagging behind in this regard in the belief, as it seems, that they can really afford the convenience of a much lower rate; and curiously enough these countries are by no means always among the richest.

It is often said that a high rate of interest hampers production and makes it dearer. This is false. An interest policy which gives the scarcity of capital its true expression in a sufficiently high rate of interest can in no way prevent the productive powers of the community from being fully employed. It only directs these powers, to a certain extent, from future needs to present, and in this way it secures a better provision for the present than otherwise would be possible. If, *e.g.*, a sum of a hundred millions is spent in one year on some sort of future needs—say, on extensive house building—nearly all the money distributed will be turned into purchasing power claiming to be satisfied with commodities and services to be immediately consumed. But practically no such goods have been produced by this expenditure. Most probably, no new housing accommodation will have been provided during the year, and even in the following years only a very small amount of the original expenditure will be repaid, annually, by the housing accommodation procured. If the hundred millions are not actually saved by some persons reducing their consumption so much beneath their income, the mass of consumable goods at the disposal of the community during the year will therefore meet a demand out of proportion to its value, and the result will inevitably be a rise of prices. Now, if the rate of interest had been raised so as to correspond to the real scarcity of savings, and if the sum spent on house building had been, in consequence thereof, reduced within the limits of real savings available, the productive powers of the community

la somme dépensée à la construction de maisons a été, en conséquence, réduite aux limites de l'épargne disponible, les puissances productives de la communauté auraient été employées, à un plus haut degré, à satisfaire les besoins immédiats et un équilibre aurait été atteint entre la capacité d'achat employée à la consommation et la masse des produits consommables. Ainsi, une bonne politique d'intérêt aurait empêché la hausse des prix.

Le première condition qui doit être remplie, si l'on veut arriver à une stabilisation des prix, est donc que le taux d'intérêt, auquel les banques prêtent leur argent, d'une façon générale tout au moins, corresponde à la rareté véritable du capital.

En plus du taux d'intérêt, il y a d'autres moyens pour assurer le resserrement nécessaire à la demande de capital. Les banques font toujours une distinction entre les demandes pour lesquelles leurs facilités sont demandées et dans des périodes où le capital est spécialement rare, il n'est que naturel que cette distinction soit faite d'une façon plus sévère qu'elle ne l'est d'habitude. Il semble bien fondé, dans les circonstances actuelles, de faire des distinctions spéciales s'opposant à l'emploi de capital demandant un temps considérable pour devenir rémunérateur; impliquant surtout le renforcement d'un monopole, sans ajouter matériellement à la capacité productive de la communauté; ou destiné à satisfaire une demande d'objets de luxe qui devrait maintenant être repoussée. Mais, la proposition, quelquefois préconisée, que les banques devraient restreindre les nouvelles avances aux seuls besoins d'"utilité publique," refusant leur concours même dans les occasions et aux entreprises les plus profitables, semble tout à fait défectueuse, étant donné qu'il doit être d'un intérêt public assez important—surtout dans un pays pauvre ou dans des moments de détresse—que le capital soit employé, généralement, de la façon la plus profitable possible. L'emploi de capitaux pour des besoins dits d'"utilité publique" s'est, en réalité, révélé comme conduisant à un usage particulièrement prodigue du capital sans égard à la disponibilité actuelle de celui-ci et comme étant par conséquent un des facteurs les plus importants de l'inflation.

Le contrôle bureaucratique de l'usage du capital, adopté dans quelques pays, ne semble pas capable de donner de bons résultats. Si le taux de l'intérêt est maintenu assez haut pour correspondre à la vraie rareté du capital, il n'y aura plus besoin d'instituer d'autres restrictions d'une caractéristique bureaucratique à la demande. Et si la réglementation bureaucratique doit fournir le resserrement additionnel du marché, rendu nécessaire par un taux trop bas, il semble presque certain que l'emploi du capital disponible dans la communauté sera peu économique. De plus, le contrôle lui-même doit être une gêne sérieuse pour le commerce et les entreprises et diminue donc l'efficacité de la vie commerciale d'un pays.

L'idée populaire qu'il est possible d'améliorer l'étalon monétaire, en accumulant l'or dans les coffres de la Banque Centrale, doit être abandonnée. La valeur du monétaire de tout pays est déterminée par la rareté relative des moyens de paiement dans cette monnaie. Tant que le volume des moyens de paiement disponibles n'est pas limité, aucune mesure, quelle qu'elle soit, ne peut donner à l'unité monétaire une valeur plus élevée. Si le monétaire d'un pays est maintenu à peu près au pair de l'or, par une

would have been directed to a greater extent to satisfy its immediate needs, and an equilibrium would have been attained between the buying capacity directed to consumption and the mass of consumable goods. Thus, a right interest policy would have prevented a rise of prices.

The first condition which must be fulfilled, if a stabilisation of prices shall be attained, is, therefore, that the rate of interest at which the banks lend their money shall, broadly at least, correspond to the real scarcity of capital.

Besides the rate of interest, there are other means for enforcing the necessary restriction on the demand for capital. The banks always discriminate between the proposals for which their accommodation is sought, and in periods of particular scarcity of capital it is only natural that this discrimination is made more severe than usual. It seems sound, under present circumstances, to discriminate particularly against a use of capital which, though preferable enough, will require a long time to become remunerative; or which involves mainly the strengthening of a monopoly without adding materially to the productive capacity of the community; or which is calculated to serve a demand for luxuries which now ought to be excluded. But the proposition that is sometimes put forward that the banks should restrain their fresh advances to purposes of "public utility," refusing assistance even to the most profitable bargains or enterprises, seems thoroughly unsound, considering that it must be a rather important public interest—particularly in a poor country or in times of distress—that capital shall be used, generally, in the most profitable way. The device of using capital for "public utility" has, in reality, proved itself to lead to particularly wasteful dispositions of capital, without due regard to the actual limits of supply, and therefore to be one of the most prominent factors in the process of inflation.

The bureaucratic control of the use of capital which has been introduced in some countries does not seem capable of doing much good. If the rate of interest is kept so high as to correspond to the real scarcity of capital, there will be no need for a further restriction of the demand on bureaucratic lines. And if bureaucratic regulation is to supply the additional restriction of the market which a too low bank rate makes necessary, it seems almost sure that the employment of the available capital in the community will be rather uneconomical. Besides, the control itself must be a serious hindrance against trade and enterprise, and, therefore, must diminish the effectivity of the business life of the country.

The popular idea that it is possible to improve a monetary standard by heaping up gold in the vaults of the central bank must be abandoned. The value of the money of any country is determined by the scantiness of the relative supply of means of payment in that money. As long as this supply is not reduced, no measures whatever can give the monetary unit a higher value. If the money of the country is kept about par with gold by a sufficient limitation of the supply of means of payment, a gold reserve may prove useful for



limitation suffisante des moyens de paiement en existence, une réserve d'or pourra être utile pour effectuer les paiements en or. Mais, si cette condition fondamentale n'est pas remplie, l'or dans les coffres de la Banque, ne pourra empêcher la monnaie du pays d'être dépréciée.

La valeur du monétaire d'un pays est souvent confondue avec le crédit de ce pays. L'on croit que la dépréciation internationale du monétaire est simplement une expression de méfiance envers la situation financière du pays, et par conséquent, qu'une valeur supérieure peut être rendue à l'étalon monétaire si le gouvernement arrive à rétablir son crédit. D'après ce qui vient d'être dit, cette manière de voir doit être fautive. Cependant si une devise a été, sur le marché des changes internationaux, dépréciée au-dessous de la parité de son pouvoir d'achat, un crédit national amélioré pourra aider à la ramener à sa parité. Mais, la puissance d'achat intérieure dépend entièrement de la limitation de la quantité des moyens de paiement, et la situation financière de l'État n'a d'influence sur la valeur intérieure de la monnaie que dans la mesure où il rend cette limitation possible.

Si la stabilisation de l'étalon monétaire dépend de la limitation des moyens de paiement accessibles et par conséquent, finalement, de la monnaie ayant cours légal, la solution simple au problème semblerait être de décréter un maximum rigoureux pour l'émission d'un tel monétaire. Mais, une telle mesure entraînerait facilement le pays dans de graves difficultés, si elle n'était pas accompagnée d'une politique propre à restreindre la capacité d'achat en général. Avec une création incessante de capacité nouvelle d'achat le besoin de moyens de paiement légalement reconnus en circulation augmentera en proportion, et les limites rigoureuses à leur émission seront finalement insupportables et probablement abolies. Si cette émission, comme dans le cas du monétaire anglais, est rendue dépendante des réserves d'or, la limitation formelle de la restriction du monétaire conduira à des efforts extraordinaires pour obtenir plus d'or. Ces efforts serviront peu à stabiliser l'étalon monétaire, mais, nous le verrons plus loin, pourront rendre plus difficile le rétablissement final de la parité-or. Ainsi la limitation formelle de l'émission des billets, si importante et en vérité, si nécessaire qu'elle puisse être, ne devrait constituer qu'une partie du plan général nécessaire en vue de la restriction de la capacité totale d'achat de la communauté.

#### IX. — RÉPERCUSSIONS SUR LES FINANCES DES ÉTATS.

On ne peut évidemment arriver à une stabilisation de l'étalon monétaire en imposant seulement des restrictions, au commerce de la communauté. Des restrictions sévères doivent également être imposées aux demandes de fonds des gouvernements. Ces demandes ont été, en fait, le principal facteur de l'inflation, qui a eu lieu depuis le commencement de la guerre, et l'arrêt de l'inflation, en conséquence, nécessite, tout d'abord, l'arrêt de la fabrication de monétaire en vue de remplir le déficit qui existe entre les dépenses de l'État et la vraie capacité d'achat mise à sa disposition. Cependant, la véritable épargne, qu'un gouvernement peut atteindre par des impôts ou des emprunts consentis par ses ressortissants, est limitée. En exagérant, au delà de ces limites, ses demandes, le gouvernement pousse virtuellement le contribuable ou l'acheteur de valeurs d'État à compter

the actual carrying through of gold payments. But if this fundamental condition is not fulfilled, the gold in the vaults cannot save the currency of the country from being depreciated.

The value of the money of a country is often confounded with the credit of that country. It is believed that the low international valuation of the money is simply an expression of distrust in the country's financial situation, and, therefore, also that a higher value can be restored to the monetary standard if only the government can re-establish its credit. According to what has been stated here, this view must be false, though, of course, if a currency has been depressed, on international exchanges, beneath its purchasing power parity, an improved State credit may help to restore it to that parity. But the internal purchasing power altogether depends on the limitation of the supply of money, and the financial situation of the State has an influence on the inner value of the money only so far as it makes such a limitation possible.

If the stabilisation of the monetary standard depends on a limitation of the supply of money, and, therefore, ultimately on the supply of legal tender money, it would seem a simple solution of the problem to enact a rigid maximum for the issue of such money. But such a course will easily involve the country in the gravest difficulties if it is not combined with a policy suited to restrict the buying capacity in general. With an incessant creation of fresh buying capacity, the need of legally recognised circulating means of payment will increase proportionally, and the rigid limits to the supply of them will, ultimately, prove unbearable and probably be abolished. If this supply, as in the case of the British currency, is made dependent on gold reserves, the formal limitation of the restriction of the currency will result in extraordinary efforts to acquire more gold, which efforts will be of little real use for the stabilisation of the monetary standard, but which, as we shall see later on, may make the ultimate restoration of the gold parity more difficult. Thus, the formal limitation of the issue of notes, important and, indeed, necessary as it may be, should not be thought to be more than a part of the general scheme required for the restriction of the total monetary buying capacity of the community.

#### IX.—CONSEQUENCES OF STATE FINANCE.

A stabilisation of the monetary standard obviously cannot be attained by imposing restrictions on the business community only. Equally severe restrictions must be laid upon the government's demand for money. These demands have, as a matter of fact, been the chief factor in the inflation which has taken place since the beginning of the war, and cessation of inflation must consequently, first of all, require cessation of the manufacturing of money to fill the gap between State expenditure and real buying capacity put at the disposal of the State. Now there are limits to the real savings a government can get hold of by taxes or loans from its citizens. Pushing its demands beyond these limits, the government virtually drives the taxpayer or the buyer of government securities to rely upon bank accommodation, leading ultimately to inflation. Thus there are also limits

sur les facilités données par les banques et, finalement, encourage l'inflation. D'où il résulte des limites aux dépenses qu'un gouvernement peut engager, sans causer directement ou indirectement une autre inflation et une dépréciation de l'étalon monétaire du pays. La stabilisation de l'étalon monétaire demandera, dans tous les pays, une sévère restriction des dépenses dont l'Etat a pris l'habitude pendant ces dernières années.

Réduire les dépenses sur une large échelle est, évidemment, une opération impossible sans des restrictions radicales apportées au champ même des dépenses, et par conséquent aux fonctions que l'Etat prétend remplir. Il y a d'abord, de la part des gouvernements l'essai de réduire au détriment du Trésor le prix de certains produits et de certains services au-dessous de leur prix coûtant. De telles mesures doivent être abolies complètement et le plus tôt possible. Ceci implique, naturellement, une augmentation du prix du pain, des tarifs des chemins de fer, de ceux de la poste et de tous les prix réduits artificiellement quels qu'ils soient. Mais, la capacité d'achat du consommateur est de ce fait diminuée et le résultat en sera une tendance à la baisse des autres prix. En même temps, le gouvernement pourra réduire sa demande de capacité d'achat constituée artificiellement, et ainsi il y aura un resserrement de l'inflation. L'arrêt des subsides directs, inutiles, en faveur de chômeurs et autres consommateurs, aura le même effet. Avant de donner suite à de nouveaux projets de subsides quels qu'ils soient, par exemple, à la construction de maisons, les gouvernements devraient s'assurer qu'ils peuvent supporter cette dépense sans une nouvelle inflation.

De plus, il y a les dépenses militaires. En considérant l'Europe au point de vue d'un étranger, nous devons reconnaître que le Continent entier est insolvable et ne peut, en réalité, se permettre les dépenses militaires énormes qui existent encore actuellement. Il est de l'intérêt commun de l'Europe, que les différents pays reviennent, dans l'avenir le plus rapproché, à un étalon monétaire stable. Mais, ce but très modeste et extrêmement important ne peut être atteint, tant que l'Europe continue ses hostilités, ses occupations militaires et ses rébellions intérieures, et tant que cette situation appelle une demande d'armements bien supérieurs à ce que l'Europe peut vraiment payer. Des conditions de paix véritable doivent être établies, c'est-à-dire des relations amicales entre les différents membres de la famille des États européens, et une coopération sincère dans le grand effort commun en vue de faire renaître la vie économique de l'Europe. Ceux qui considèrent ceci comme une utopie doivent se rendre compte de l'autre alternative : la continuation des conditions mi-guerrières, qui existent à présent, signifie, non seulement une gêne directe et très sérieuse pour toute renaissance de la production et du commerce, mais aussi une échelle de dépenses militaires tout à fait hors de proportion avec la capacité financière de l'Europe actuelle, et conduisant, par conséquent, inévitablement à une nouvelle inflation de ses étalons monétaires. La signification d'une inflation prolongée doit, en ce moment, être claire à tout le monde : elle signifie une désorganisation progressive de toute vie économique régulière, et des forces morales qui en sont la fondation, la famine pour une

to the expenditure a government can undertake without causing, directly or indirectly, further inflation and depreciation of the monetary standard of the country. Stabilisation of the monetary standard will in all countries require a severe restriction of the State expenditure which they have got accustomed to during the last years.

To cut down expenditure on a large scale is, however, a hopeless task without radical restrictions of the field of expenditure, and hence of the functions which the State pretends to fulfil. In the first instance, there is the attempt of governments to reduce, at the cost of the exchequer, the price of certain commodities and services beneath cost. Such practices must completely and as soon as possible be abolished. This involves, of course, an increase of prices for bread or of railway fares or postage, or of whatever may be the prices artificially kept down. But the buying capacity of the consumer is thereby reduced, and the result will be a tendency to depression of other prices. At the same time the government will be able to reduce their demand for artificially manufactured buying capacity, and thus a restriction will be laid upon further inflation. A cessation of all unnecessary direct subsidies to the unemployed or other consumers will co-operate to the same effect. Before entering upon any fresh scheme of subsidies, *e.g.*, for house building, the government should make sure that they can pay for it without fresh inflation.

Further, there is the military expenditure. Looking upon Europe from an outsider's point of view, we must recognise that the whole Continent is insolvent and cannot really afford the enormous military expenditure which still prevails. It is the common interest of Europe that its different countries should revert, in the nearest possible future, to stable standards of money. But this very modest and extremely important end can never be attained as long as Europe continues its hostilities, its military occupations and its internal rebellions, and as long as these practices call for a need for armaments far beyond what Europe can honestly pay for. Real peace conditions must be established, and this must be interpreted to mean friendly intercourse between the different members of the European State-family, earnestly co-operating in one great common effort to set the economic life of Europe going again. Those who regard this as a Utopian idea must realise what the alternative is : the continuation of the half-warlike conditions now prevailing does not only mean a direct and most serious hindrance to every revival of production and trade, but also a scale of military expenditure quite out of proportion to the financial capacity of the present Europe, and, therefore, inevitably leading to further inflation of its monetary standards. But what a prolonged inflation means should, at this moment, be clear to everybody : it means a progressive falling into pieces of all organised economic life, and of the moral forces which are its foundation, actual starvation for large classes of the population, growing social unrest, and, ultimately, the complete catastrophe when the food producers

grande partie de la population, l'agitation sociale grandissante et enfin la catastrophe complète quand les producteurs de produits alimentaires refuseront tout à fait d'accepter le papier-monnaie déprécié en échange de leurs produits. Si quelqu'un croit encore que cette prévision est d'un pessimisme exagéré, il n'a qu'à considérer la carte de l'Europe. Toutes les étapes successives de la marche de l'inflation y sont représentées simultanément, Angleterre, France, Italie, Allemagne, Autriche et Russie, montrant quelques points de repère jalonnant la chemin conduisant à la catastrophe finale. Aucun des pays, glissant sur cette pente, ne peut se sentir à l'abri de conséquences imprévues et l'Europe ne retrouvera confiance ni puissance tant qu'une de ses parties importantes est encore entraînée dans cet funeste engrenage.

Plusieurs pays de l'Europe se trouvent, en ce moment, dans des conditions économiques si mauvaises qu'il leur sera tout à fait impossible de rétablir l'équilibre de leur budget. Si ces pays sont abandonnés à eux-mêmes, ils n'ont guère d'autre choix que de continuer à financer dans une large mesure leurs dépenses d'État en créant artificiellement un pouvoir d'achat et en continuant, par conséquent, l'inflation de leur monétaire. Si ceci doit être évité, ils doivent recevoir une aide sous une forme quelconque. Il semble assez naturel, qu'une telle aide leur soit donnée, en premier lieu, en les dispensant temporairement de certains services d'État qu'aux mains de leur gouvernement ne signifie qu'un fardeau supplémentaire et insupportable à leur budget. Si ces services étaient passés à une organisation internationale, ils deviendraient d'une plus grande efficacité et peu à peu rapporteraient des bénéfices. Le cas le plus important est naturellement celui des chemins de fer d'État. En Allemagne, ce service est en ce moment dirigé à perte, perte qui est la cause dans une très grande mesure, du déficit énorme du budget. Il est clair que, dans un cas pareil, aucune aide venant de l'étranger ne pourrait immédiatement faire plus pour la rétablissement de l'équilibre dans les finances de l'État, qu'une mesure qui libérerait le Trésor du fardeau des chemins de fer de l'État.

Si, par les différentes mesures qui sont suggérées ici, ou par d'autres moyens d'un caractère semblable, il était devenu possible pour un pays de ramener ses dépenses d'État, dans les limites de ses ressources, une garantie quelconque devrait être trouvée, assurant le maintien dans l'avenir de cet équilibre et le non renouvellement de la politique d'inflation. Le moyen naturel d'arriver à ce but est de réserver l'émission de billets et de moyens de paiement similaires à une organisation indépendante, par exemple du type de la Banque d'Angleterre. Un complément nécessaire d'une telle mesure serait, naturellement, une limitation effective des crédits qu'une telle organisation aurait le droit d'accorder au gouvernement de ce pays. Dans les pays où les garanties de la stricte observation de ces règles seraient jugées insuffisantes, un contrôle international de l'institut d'émission devrait être une des conditions de toute assistance financière étrangère. Car une telle assistance serait simplement une charité perdue, complètement incapable d'aboutir à la renaissance économique à laquelle elle doit viser, tant que les finances du pays seraient autorisées à se baser sur une inflation continue de la circulation fiduciaire.

altogether refuse to take the depreciated paper money in exchange for their products. If anybody still believes this forecast to be the exaggerations of a pessimist, he has only to lay before himself the map of Europe. All the successive stages of the process of inflation are there represented simultaneously, England, France, Italy, Germany, Austria and Russia showing some typical milestones on the downward road to the ultimate catastrophe. No country that is gliding on this slope can feel itself safe from unexpected consequences, nor can Europe as a whole regain security and strength as long as any important part of it is still involved in this most pernicious process.

Several countries in Europe are at present in such extremely bad economic conditions that they will find it altogether impossible to restore equilibrium in their State budgets. Such countries, if left to themselves, have hardly any other choice than to go on financing their State expenditures to a great extent by artificially created purchasing power and therefore to continue the inflation of their currencies. If this is to be avoided, they must have assistance in some form. And it seems natural enough that such assistance should be given to them in the first place by relieving them temporarily from certain State services which in the hands of their governments only mean an additional and unbearable burden for their budget, but which if transferred to an international body could be brought up to full efficiency and by-and-by even be made profitable. The most important case is, of course, that of State railways. In Germany this service is actually worked at a loss that is responsible to a very great extent for the enormous deficit in the budget. Clearly, in such a case, no help from the outside world could immediately do more for the restoration of equilibrium in the State finance of the country than a measure which would free the exchequer from the burden of the State railways.

If, by the different measures here suggested, or by other means of similar character, it had become possible for a country to reduce its State expenditure within the limits of its resources, some guarantee ought to be found that such an equilibrium should actually be maintained for the future, and that no renewed recourse to inflationistic finance should occur. The natural way to secure this end is to reserve the issue of notes and similar means of payment to an independent institution, *e.g.*, of the type of the Bank of England, a necessary complement to such a measure being of course an effectual limitation of the credits which such an institution should be entitled to give to the government of the country. In countries where the guarantees for the strict observance of such rules were found to be insufficient, an international control of the issuing institution ought to be made a condition of any financial assistance from abroad; for such assistance would be merely wasted charity, completely incapable of securing the economic recovery it should aim at, as long as the finance of the country were allowed to be based on a continued inflation of its currency.

Une réduction suffisante des dépenses de l'Etat est une condition nécessaire, qui devra être remplie, si le resserrement de la demande de capitaux de la communauté commerciale doit être d'une utilité quelconque. En vérité, si la création d'une puissance d'achat par l'inflation est laissée au bon plaisir du gouvernement, les restrictions imposées, par exemple, sous la forme d'un taux d'escompte élevé, aux demandes de capitaux de la part d'entreprises individuelles peuvent être funestes. De telles restrictions, comme il est expliqué plus haut, opèrent surtout comme un obstacle à l'emploi des forces productives de la communauté dans des industries produisant un capital immobilisé et dirigent ces forces vers des besoins plus immédiats. Le résultat pratique principal sera peut-être de détourner la main d'œuvre, jusqu'à un certain point, du travail de construction, vers celui de l'agriculture. Mais, cette méthode implique toujours, naturellement, qu'il y aura du chômage dans ces industries de construction et qu'une pression y sera exercée sur les salaires. Il y a alors danger que le gouvernement, sous l'influence d'idées philanthropiques fausses, se sente obligé d'accorder des subsides aux travailleurs soumis à cette pression, leur offrant une indemnité de chômage, ou de commencer de vastes projets de travaux de construction, comme, par exemple, des routes et des constructions de voies ferrées, ou des constructions de maisons, de façon à créer du travail pour la main-d'œuvre, que les entreprises privées ont été dans l'impossibilité d'employer à cause du manque de capital. Le seul résultat en sera que le gouvernement dépense le capital que les entreprises privées étaient forcées d'économiser. La demande totale de capital restera la même, c'est-à-dire qu'elle dépassera le capital véritablement disponible en faveur de la communauté, et l'inflation se poursuivra. D'où on conclura que les restrictions imposées aux besoins de capital des entreprises privées, n'ont pas été assez sévères, et une nouvelle augmentation du taux de l'escompte sera jugée nécessaire. Il en résultera de nouveaux chômeurs dans la construction et de nouvelles demandes d'assistance du gouvernement. Nous nous trouvons alors dans un cercle vicieux qui peut devenir extrêmement dangereux. Avant d'aborder un projet quelconque en vue du resserrement du marché monétaire, il y a lieu de se rendre compte clairement de ces conséquences, qui, en vérité, n'appartiennent plus au domaine de l'hypothèse, mais déjà, en partie, à celui de la réalisation.

#### X.—PROBLÈME DE LA DÉFLATION.

Si nous considérons avec attention les difficultés sérieuses que nous aurons à surmonter pour stabiliser à environ sa valeur actuelle, un étalon monétaire déprécié, nous nous rendrons compte immédiatement que l'idée d'une déflation ramenant la valeur de ce monétaire à son niveau d'avant-guerre est une idée tout à fait utopique. La croyance populaire que les prix baisseront pour une raison mystérieuse, d'eux-mêmes, et atteindront leur ancien niveau "normal," est le résultat d'une campagne systématique de fausses conceptions en ce qui concerne la hausse des prix, campagne qui a été continuée avec un zèle si remarquable pendant toute la période de l'inflation. Il n'y a naturellement aucun fondement à cette croyance. Quelquefois, ceux qui constatent l'influence de la grande masse de monétaire, expriment

(3232)

A sufficient restriction of State expenditure is a necessary condition which must be fulfilled if restrictions on the capital demands of the business community are to be of any use. Indeed, if the method of creating purchasing power by inflation is left open to the government, restrictions laid upon the capital requirements of individual enterprise, *e.g.*, in the form of a high bank rate, may be directly pernicious. Such restrictions work, as is explained above, mainly as a check against the employment of the productive forces of the community in industries producing fixed capital, directing these forces to purposes of more immediate need, the chief practical result being perhaps that labour is diverted to some extent from building and constructive work to agriculture. But this process involves, of course, always a certain unemployment in these constructive occupations and a pressure on the wages in such trades. The danger is then that the government, under the influence of false philanthropic ideas, feels itself obliged to subsidise the labourers brought under this pressure, offering them unemployment doles or starting comprehensive schemes of constructive work, as, *e.g.*, road and railway construction or house building, in order to create employment for the labourers which the restricted supply of capital has made it impossible for private enterprise to employ. The result is then only that the government spends the capital that private enterprise was compelled to abstain from spending. The total demand for capital will remain the same, *i.e.*, it will surpass the real supply of capital at the disposal of the community, and the process of inflation will continue. When this is realised, the conclusion will probably be that the restrictions laid upon the supply of capital to private enterprise have not been severe enough, and a further increase of the bank rate will be advocated as necessary. The consequence will be more unemployment in constructing trades, and new demands for government assistance. We are then in a *circulus vitiosus* which may prove extremely fatal. It is necessary that these consequences, which, indeed, are not only hypothetical, but have to a certain extent already begun to show themselves, should be clearly seen before we enter upon any scheme of restricting the capital market.

#### X.—THE PROBLEM OF DEFLATION.

If we only pay some earnest attention to the serious difficulties we shall have to overcome in order to stabilise a depreciated monetary standard at about its present value, we shall immediately realise that the idea of a deflation, bringing back the value of that money to its pre-war level is altogether Utopian. The popular belief that prices by some mysterious reason will come down of themselves to their old "normal" level is a result of the systematical fostering of false conceptions in regard to the causes of the rise of prices which has been carried on with such remarkable zeal during the whole period of inflation. There is, of course, no ground whatever for such a belief. Sometimes the hope is expressed, by people who see the influence of the great mass of money, that the general economic develop-

H

l'espoir que le développement économique général augmentera le besoin réel de monétaire, au point de correspondre à la quantité de monétaire actuellement en existence. Il y a là, semble-t-il, une expectative particulièrement vaine. La progression générale économique a été, durant les cinquante années qui ont précédé la guerre, d'environ 3 pour cent par an. A cette allure, la présente inflation de 250 (100 étant la quantité normale de monétaire) ne serait surmontée qu'en 31 années et 38 ans seraient nécessaires pour faire face à l'abondance de monétaire dans un pays où l'inflation a atteint 300, sans parler des autres pays où l'inflation est bien supérieure. En supposant qu'il soit vraiment possible, par une contrainte sévère sur le marché, de maintenir la quantité de monétaire pendant cette longue période à son chiffre actuel, une telle politique impliquerait une dépression continue du niveau général des prix d'à peu près 3 pour cent par an. Avec de telles perspectives, cependant il est évidemment impossible de s'attendre à une progression normale. Le résultat le plus probable serait, en vérité, d'anéantir plus ou moins les entreprises industrielles et l'esprit même du progrès économique. Mais alors le besoin de monétaire, réduit aux valeurs d'avant-guerre, n'atteindrait, pour ainsi dire jamais, la quantité actuellement en existence. Il est clair, que la politique qui est à la base de cette conception du problème de l'inflation, ne peut pas être sérieusement prise en considération.

Avant d'examiner la question de savoir à quel point une déflation pourrait être possible ou opportune, nous avons, d'abord, à nous rendre compte de la nature des moyens que nous aurions à appliquer, en vue d'abaisser le niveau général des prix et de relever ainsi la valeur de l'étalon monétaire. Ce procédé étant l'inverse de l'inflation, il doit naturellement consister à restreindre artificiellement le pouvoir d'achat monétaire de la communauté. Deux moyens sont concevables dans ce dessein : *d'abord*, l'Etat peut établir des impôts si élevés sur ses ressortissants ou leur faire des emprunts si considérables, qu'il s'empare d'une somme d'argent supérieure à ce qui est nécessaire pour couvrir les dépenses de l'Etat. Il se sert en suite du surplus pour faire disparaître un montant correspondant de pouvoir d'achat monétaire, par exemple, en brûlant ses propres billets jusqu'à concurrence de cette somme ou en remboursant les avances faites par la Banque Centrale. Mais ceci est plus facile à dire qu'à mettre à exécution. Considérant combien grandes sont les difficultés qu'un Ministre des Finances doit surmonter, avant qu'il puisse atteindre même le but plus modeste d'équilibrer son budget, et considérant combien la plupart des pays européens sont loin d'y être parvenus, ce serait être bien optimiste que de rechercher, dans ce sens, une renaissance rapide des étalons dépréciés. Même si une telle politique était couronnée de succès, on devrait prendre soin que les impôts ou les emprunts ne deviennent pas oppressifs au point de forcer les ressortissants à dépendre de nouvelles avances faites par les Banques pour le paiement de leurs obligations. Et, même en admettant que cette question soit éliminée, une telle politique restrictive des finances de l'Etat n'atteindrait jamais son but, si elle n'était pas aidée par des restrictions correspondantes touchant le marché monétaire.

Nous avons *en second lieu*, à tenir compte de la possibilité d'assurer la déflation au moyen d'un taux d'escompte

ment will increase the genuine need for money so much as to match the present supply. This seems, however, to be a particularly vain expectation. The general rate of economic progress has been, during the half-century before the war, about 3 per cent. per annum. With this rate it would take thirty-one years to overcome a present inflation of 250 (100 denoting the normal supply of money), and nearly thirty-eight years to meet the abundance of money in a country where the inflation has reached 300, not to speak of other countries where the inflation is much higher. Supposing that it really would be possible, by some very severe restraints on the market, to keep down the supply of money, during this long period, at its present figure, such a policy would involve a continual depression of the general level of prices by about 3 per cent. per annum. Under such prospects, however, it is obviously impossible to expect a normal rate of progress; indeed, the most probable result would be a more or less complete killing of industrial enterprise and of the very spirit of economic progress. But then the need for money, reduced to pre-war prices, would hardly ever grow up to the figure of the present supply. Clearly the policy involved in this conception of the problem of deflation can never be seriously contemplated.

Before entering upon the question to what extent a deflation might be possible or desirable, we first have to make ourselves acquainted with the nature of the means which we should have to apply in order to press down the general level of prices, and thus to raise the value of the monetary unit. This process being the reverse of inflation, it must obviously consist in restraining artificially the monetary purchasing power in the community. Two ways are conceivable for this purpose. *First*, the State can lay such high taxes upon its citizens, or take up such big loans from them that it gets hold of a sum of money greater than is required to cover the expenses of the State, and then use the surplus to extinguish a corresponding amount of monetary purchasing power, *e.g.*, by burning its own notes to that amount or repaying advances from the central bank. But this is easier to say than to do. Considering how great difficulties a minister of finance has to surmount before he can attain even the more moderate aim of an equilibrium in the budget, and how far most European countries are from this end, it would be rather optimistic to look for a speedy recovery of the depreciated standards on this line. And, even if such a policy formally succeeded, care must be taken that the taxes or the loans did not become so oppressive as to compel the citizens to rely upon fresh advances from the banks for the payment of their obligations. And even assuming that this point were cleared, such a restrictive policy of State finance would never attain its purpose if not assisted by corresponding restrictions of the money market.

We then, *secondly*, have to take account of the possibility of enforcing deflation by a high bank rate, or by other

élevé ou par d'autres restrictions aux prêts faits par les Banques. Les restrictions doivent alors être suffisamment sévères, pour qu'il arrive un moment où les banques prêtent moins qu'elles ne possèdent de dépôts et se servent du reste pour annuler un certain montant de pouvoir d'achat nominal. Une telle politique ferait, sans doute, baisser les prix, mais, en même temps, elle aurait une influence très déprimante sur le commerce et les entreprises industrielles. Les difficultés qu'entraînerait l'application prolongée de ces méthodes sont évidentes.

Tels étant les moyens par lesquels on peut amener une déflation, il semble assez clair que les possibilités pratiques de réalisation d'un programme de déflation sont très restreintes et qu'une réalisation radicale de ce programme sera en réalité très peu opportune. Une période prolongée de baisse des prix et, en conséquence, une dépression générale économique, ne sera jamais acceptée, comme un plan raisonnable de politique économique avisée.

De plus, la question se pose de savoir s'il est opportun que le pouvoir d'achat du monétaire soit relevé à peu près au niveau où il était, avant la guerre, ou même qu'il soit augmenté d'une façon appréciable. Au point de vue des finances de l'Etat, la réponse à cette question est assez claire ; une augmentation considérable de la valeur de l'étalon monétaire, dans lequel les dettes de l'Etat sont contractées, rendrait, dans la plupart des cas, l'Etat définitivement insolvable. Déjà, pour cette raison, une déflation considérable est pratiquement impossible et ne peut être sérieusement discutée. Il en résulterait également des difficultés insurmontables pour les débiteurs particuliers, qui ont conclu leurs engagements pendant la dernière période de dépréciation, ou, pour être plus exact, alors que la valeur de l'étalon monétaire était plus basse que celle à laquelle on le ramènerait.

Cependant, une déflation dans des limites plus étroites peut être envisagée et dans certains cas, peut être opportune. Les prix des produits ne se sont pas encore conformés d'une façon uniforme au taux de l'inflation. Il en est de même des prix des services ; en somme les salaires n'ont probablement pas suivi la même progression. En stabilisant l'étalon monétaire on peut raisonnablement tenir compte de ces circonstances et choisir la nouvelle valeur de l'unité monétaire quelque peu au-dessous du chiffre représentant le dernier taux de l'inflation. Il ne semble, cependant, guère opportun d'entreprendre un projet de déflation qui impliquerait une réduction du niveau général des salaires, car, toute tentative semblable conduirait, sans aucun doute, à des troubles sociaux et causerait ainsi un mal tout à fait hors de proportion avec les avantages que l'on pourrait en tirer.

Le choix de la valeur à laquelle on voudra stabiliser l'unité monétaire sera probablement, partout, lié à la question de la reprise des paiements en or. En raison de causes qui ont été expliquées ci-dessus (III), l'or a perdu une partie considérable de sa valeur d'avant-guerre, par rapport aux produits ; le prix des produits ayant augmenté, si on les évalue en un étalon-or comme le dollar, de 100 à 250 environ. Dans un pays où la dépréciation de l'unité monétaire n'a pas de beaucoup dépassé cette dépréciation de l'or, il semblera très opportun de conserver l'ancienne parité avec l'or, c'est-à-dire, de rendre les billets remboursables en or, à leur valeur nominale ; ceci sera alors possible au moyen

restrictions of the lending of the banks. The restrictions must then be so sharp that a stage is reached where the banks lend less than the actual savings deposited with them, and use the rest to cancel nominal purchasing power. Such a policy would without doubt press down prices, but it would at the same time have a very depressing influence on trade and industrial enterprise. The difficulties of a prolonged application of such methods are obvious.

These being the means by which a deflation can be carried through, it seems clear enough that the practical possibilities of the programme of deflation are rather narrow, and that a radical realisation of this programme will, in reality, show itself very little desirable. A prolonged period of falling prices and consequent general economic depression will never be accepted as a wise device of deliberate economic policy.

Further, the question arises whether it is in itself desirable that the purchasing power of money should be raised to something like it was before the war, or, indeed, even be substantially increased. From the point of view of State finance, the answer to this question is clear enough : a considerable increase of the value of the monetary unit in which the debts of the State are contracted would in most cases make the State definitely insolvent. Already for this reason a considerable deflation is practically impossible, and cannot be seriously discussed. It would, of course, also cause insuperable difficulties to private debtors who have entered into their contracts during the latest period of depreciation, or, more accurately expressed, at a value of the monetary unit lower than that to which it should be restored.

Still, a process of deflation within more narrow limits can be taken into consideration, and may in some cases prove desirable. The prices of commodities have not adjusted themselves yet in any uniform way to the rate of inflation, nor have the prices of services ; on the whole wages probably lag behind. A stabilisation of the monetary standard may reasonably take account of these circumstances, and choose the new value for the monetary unit somewhat below the figure representing the latest rate of inflation. However, it seems hardly advisable to enter upon any deflation scheme which would involve a reduction of the general level of money wages ; for every such endeavour would without doubt lead to social unrest, and in this way make harm out of all proportion to the advantage it could bring.

The choice of the value at which to stabilise the monetary unit will probably everywhere be put into connection with the question of resumption of gold payments. Owing to causes which have been explained under (III), gold has lost a considerable part of its pre-war value as against commodities, prices of commodities having risen in a gold standard like the dollar to about 250 against 100 before the war. In a country where the depreciation of the monetary standard has not gone much further than this depreciation of gold, it will seem very desirable to uphold the old parity with gold, *i.e.*, to make the notes redeemable in gold at their face value ; and this will then be possible



d'une réduction relativement faible dans l'offre des moyens de paiement. Une déflation dans des limites raisonnables est, par exemple, sans doute possible en Angleterre où une réduction du niveau général des prix dans une proportion d'environ 20 pour cent serait probablement suffisante pour établir la parité entre la livre-papier et le souverain-or, et par conséquent pour ramener la valeur du change du dollar par rapport à la livre sterling à son ancienne parité. Mais, même ce simple but ne pourrait être atteint sans une politique avisée, fondée sur une analyse tout à fait scientifique du problème et prête à appliquer les mesures appropriées et à faire face aux sacrifices que ces mesures impliquent. Des règles formelles établissant un maximum pour l'émission des billets de banque et même réduisant peu à peu ce maximum ne seraient pas suffisantes. Une réduction des dépenses de l'Etat au montant que les contribuables peuvent payer et paieront vraiment avec leurs revenus courants est nécessaire, et une politique restrictive de banques avec un taux d'escompte élevé est également indispensable. Ces mesures seules donneront plein effet aux restrictions légales à l'émission des billets.

L'augmentation des réserves d'or ne pourra pas à elle seule faciliter la reprise des paiements en or. Une discussion approfondie de cette question doit faire l'objet d'un chapitre à venir.

Tous ceux qui ont prêté quelque attention au problème de la reprise des paiements en or, dans le cas du Royaume Uni, se rendront immédiatement compte que le but correspondant est tout-à-fait inaccessible pour les pays qui ont un monétaire essentiellement plus déprécié comme la France et l'Italie. Le franc français et la lire italienne possèdent à peine la moitié de leur valeur ancienne par rapport à l'or et des efforts très sérieux seraient probablement nécessaires dans les deux cas pour stabiliser le change à la moitié de sa parité-or ancienne. En des circonstances semblables, il sera nécessaire d'étudier le problème de la stabilisation de l'étalon monétaire avec grand soin avant de prendre une décision quelconque quant à son rapport avec l'or. Aussi devrait-on se souvenir qu'il est beaucoup plus important—et, pour l'instant, urgent—d'arrêter l'inflation et peut-être même d'amener une certaine déflation de façon à stabiliser la valeur intérieure du monétaire par rapport aux produits, que d'essayer de fixer un rapport défini avec l'or. Quand le moment sera venu de considérer ce dernier problème, il sera plus facile d'examiner toutes les circonstances qui interviennent.

Pour les pays dont le monétaire est affecté dans une plus grande mesure encore par l'inflation, le problème d'arrêter une inflation nouvelle est généralement si embarrassant et encore si éloigné d'une solution, que la question de la déflation ou celle de la valeur définitive qui devra être donnée à l'étalon monétaire ne peut guère être encore soulevée. Il est cependant d'une grande importance que tout le monde se rende compte, que si l'on avance trop dans la voie de l'inflation, on ne pourra pratiquement plus revenir sur ses pas. Plus ces étalons monétaires tarderont à être stabilisés, plus les valeurs qu'ils atteindront en définitive seront basses.

On considère souvent que des étalons monétaires très dépréciés doivent être abandonnées comme étant devenues

by a comparatively small reduction in the supply of the means of payment. A deflation within such reasonable limits is, e.g., doubtless possible in England, where a reduction of the general level of prices by about 20 per cent. would probably be sufficient to establish parity between the paper pound sterling and the gold sovereign, and therefore also to bring up the dollar exchange value of the pound sterling to its old parity. But even this moderate aim cannot be attained without a deliberate policy based on a thorough scientific analysis of the problem and ready to apply the right measures and to face the sacrifices which they involve. Formal decisions establishing a maximum for the issue of currency notes, or even reducing this maximum gradually, will not be sufficient. A reduction of State expenditure, bringing it down to what the people can and will actually pay out of their current income, is necessary. And a restrictive bank policy with a high rate of discount is also necessary. Only such measures will give full effect to the legal restrictions of the note issue. Increased gold holdings cannot of themselves facilitate the resumption of gold payments, but the full discussion of this point must be reserved for a following paragraph.

Everybody who has given some attention to the problem of resumption of gold payments in the case of the United Kingdom will immediately realise that the corresponding aim is altogether out of reach for countries with an essentially more depreciated currency, say, for France or Italy. The French franc and the Italian lira have now hardly the half of their old value in comparison with gold, and very serious efforts would probably in both cases be required in order to stabilise the currency at half its old gold parity. Under such circumstances, it will be necessary to study the problem of stabilisation of the monetary standard very carefully before entering upon any decision as to its future relation to gold. And it should thereby constantly be kept in mind that it is far more important, and for the present time urgent, to cease inflation, perhaps even to carry through a certain amount of deflation, and thus to stabilise the internal value of the money in comparison with commodities than to try to fix a definite relation to gold. When the time has come to take up this latter problem, it will be easier to survey all the circumstances affecting it.

For countries with much more inflated currencies, the problem of stopping further inflation is generally so troublesome and still so far from its solution that the question of deflation, or of the ultimate value to be given to the monetary unit, can hardly be raised yet. It is important, however, that the whole world should see that further steps on the road of inflation can practically never be retraced. The longer the stabilisation of these monetary standards is delayed, the lower will be the values that they will get ultimately.

It is often thought that seriously depreciated monetary standards must be abandoned as altogether unfit for their

inutilisables. Cela n'est pas le cas. Si seulement la valeur de l'étalon a été stabilisée, et si les prix des produits et des services ont eu le temps de s'adapter à ce nouvel étalon, la nouvelle monnaie sera utilisable aussi bien que l'ancienne. Le nouvel étalon sera peut-être considéré trop petit, et il semblera peut-être opportun de le remplacer par un étalon par exemple 10 fois plus grand. Une telle mesure maintiendrait la continuité avec l'ancien étalon et ne constituerait donc pas un abandon réel de l'ancien étalon.

#### XI.—STABILISATION DES CHANGES INTERNATIONAUX.

La stabilisation de la valeur intérieure de la monnaie, c'est-à-dire de sa capacité d'achat par rapport aux produits, est de beaucoup le but le plus urgent de la politique monétaire que les pays doivent maintenant entreprendre. Entre deux pays qui ont atteint ce but, un nouveau taux du change s'établira, ce taux étant déterminé par le quotient de la puissance d'achat du monétaire des pays respectifs. A mesure que la liberté du commerce et la confiance générale se rétablissent graduellement les fortes déviations du change décrits dans le chapitre VI, seront de plus en plus limitées et pour disparaître finalement et les taux effectifs tendront à coïncider de plus en plus avec les taux normaux.

Les nouveaux taux normaux des changes pourront être très différents des parités d'avant-guerre ; et dans beaucoup de cas le seront certainement, mais ceci est d'une importance secondaire. L'essentiel est qu'il existe des taux normaux et qu'ils soient aussi stables que possible. La seule mesure nécessaire pour arriver à cette fin est la stabilisation de la valeur à l'intérieur du pays de chaque étalon monétaire intéressé.

Le succès général et aussi rapide que possible de cette stabilisation, est évidemment d'un intérêt commun à toutes les nations. Car tant que certains étalons auront une valeur intérieure variable, aucune stabilité des changes entre ces étalons et ceux des autres pays n'est possible. Il est donc contraire à l'intérêt commun de permettre à un pays de maintenir l'inflation de son monétaire, ou de le laisser dans une situation telle qu'il ne peut pratiquement l'éviter. Mais il est également, et pour les mêmes raisons, contraire à l'intérêt commun, qu'un pays essaie, au moyen d'une déflation continuelle, d'élever la valeur intérieure de son étalon monétaire, jusqu'à son niveau d'avant-guerre par exemple. Pour les raisons données plus haut, il n'est pas probable qu'une telle politique puisse jamais réussir. Mais il est préférable que ceci soit admis, même officiellement, pour que le monde puisse commencer à considérer l'étalon en question comme ayant atteint une valeur définitivement fixée.

Nous touchons ici à un des côtés les plus essentiels du présent problème. Le monde souffre énormément, à présent, de l'incertitude de la valeur intérieure du monétaire dans les différents pays, et des variations incessantes des taux du change. La production, qui implique le placement de capitaux, devient très hasardeuse quand la valeur du monétaire dans l'avenir est tout-à-fait incertaine. Il en est de même en ce qui concerne toutes les transactions commerciales internationales, tant que personne ne pourra dire, même approximativement, ce que sera le taux des charges quand

function. This is not the case. If only the value of the unit has been stabilised, and the prices of all commodities and services have had time to adapt themselves to this new unit, the new money will serve just as well as the old did. Perhaps the new unit will be thought to be too small, and it may seem desirable to exchange it for a unit, *e.g.*, ten times larger. Such a measure would leave the continuity with the old standard essentially undisturbed, and would therefore not be a real abandonment of the old standard.

#### XI.—THE STABILISATION OF INTERNATIONAL EXCHANGES.

The stabilisation of the internal value of money, *i.e.*, of its buying capacity against commodities, is by far the most urgent object to be pursued by the monetary policy which the different countries now have to enter upon. Between two nations which have attained this end a new normal rate of exchange will establish itself, this rate being determined by the quotient of the purchasing power of money in the respective countries. As freedom of trade and general confidence are gradually restored, the abnormal deviations of the exchanges described under (VI) will be more and more restricted, and will ultimately disappear, and the actual rates will tend to coincide nearer and nearer with the normal rate.

The new normal rates of exchanges may be, and in many cases certainly will be, very different from the pre-war parities. But this is a matter of secondary importance. The essential thing is that there should be any normal rates and that these are kept as constant as possible. For this end no other measure is wanted than the stabilisation of the internal value of each monetary standard concerned.

That this stabilisation should be achieved as generally and as early as possible is obviously a common interest for all nations. For as long as some standards have a fluctuating internal value no stability in the exchanges between these standards and those of other countries is conceivable. It is therefore against the common interest that any country should be allowed to go on inflating its currency or left in such circumstances that such inflation is practically unavoidable. But it is also, and for the same reason, against the common interest, that any country should try, by a continued process of deflation, to go on raising the internal value of its monetary standard, *e.g.*, to something like what it was before the war. For reasons that have already been set out, it is not probable that such a policy would ever succeed. But it is better that this should be recognised, even officially, in order that the world could begin to reckon with the standard in question as having a definitely fixed value.

We here touch upon a very essential side of the whole problem before us. The world is suffering, at present, most severely from the uncertainty of the internal value of money in the different countries, and from the incessant fluctuations of the rates of exchange. Production which involves investment of capital becomes very hazardous when the future value of money is quite uncertain. And the same holds true in regard to every international business transaction as long as nobody can tell, not even approximately, what the rate of exchanges will turn out when the transaction is



la transaction s'effectuera. Dans ces circonstances, la renaissance de l'activité productive et du commerce international est très gênée et retardée, au plus grand détriment matériel du monde entier. Il en résulte même une menace formidable pour la préservation de la société civilisée.

Tout d'abord, pour surmonter ces difficultés, il y aurait lieu d'assurer la stabilité et la sécurité. Chaque pays devrait décider, aussitôt que possible, quelle valeur intérieure il donnera à son monétaire, quel degré de déflation il jugera convenable et possible d'obtenir et peut-être, dans les cas les plus défavorables, quelle limite il croira pouvoir donner à une nouvelle inflation. La politique ainsi arrêtée, devrait être rendue publique de façon que l'on sache à quoi s'en tenir. Ceci arrêterait à l'intérieur toute pensée d'un retour au niveau des prix d'avant-guerre et écarterait définitivement tout espoir et toute crainte provenant de cette dernière révolution des prix ; et la confiance dans la stabilité future de l'étalon monétaire pourrait fournir un stimulant puissant à un nouveau développement économique dans l'intérieur du pays. De même au point de vue extérieur la confiance dans la stabilité future des changes encouragerait largement le commerce international. Une politique bien arrêtée pour la stabilisation des étalons les plus importants du monde serait d'une grande valeur pour les pays plus petits désireux de donner à leurs étalons un rapport défini vis-à-vis des étalons principaux du commerce mondial. La publication d'une politique monétaire, bien arrêtée, serait en soi une mesure très utile, obligeant le gouvernement et la banque d'émission, à faire un examen attentif et étendu de l'ensemble du problème et les engageant ensuite moralement à exécuter fermement la politique adoptée.

Il serait, naturellement, très utile que les principes généraux sur lesquels on s'appuierait, puissent être adoptés par un accord international. Une stabilisation des valeurs intérieures des étalons monétaires ne peut conduire qu'à une stabilisation des parités des puissances d'achat entre ces étalons. Mais, comme il a été dit au chapitre VI, des déviations de ces taux normaux sont possibles, et causent à présent le plus grand tort à la situation financière du monde. Le problème de la stabilisation des changes comprend, donc, nécessairement un projet pour prévenir ces déviations anormales.

Quand un pays, comme c'est le cas pour l'Allemagne, possède une vaste dette flottante à l'étranger sous forme de billets de banque ou autres valeurs ou de dettes figurant aux comptes courants des banques, il faut comme mesure préliminaire remplacer cette dette par un emprunt consolidé. Car, tant qu'on laisse exister une dette flottante d'un tel caractère, le monétaire du pays tend à être déprécié sur le marché international des changes au-dessous de sa parité de puissance d'achat ; et ce résultat pernicieux conduira le pays, à des mesures extraordinaires afin de protéger son marché intérieur contre une puissance d'achat écrasante. Un grand emprunt de consolidation pour le rachat des moyens de paiements en marks allemands qui sont en suspens, est donc nécessairement la première mesure à prendre pour ramener le problème du change allemand à des conditions normales. L'emprunt devrait naturellement, être souscrit surtout par les possesseurs actuels de marks allemands, qui y seront incités par la hausse probable du change allemand qui s'en suivrait.

completed. Under these circumstances, the revival of productive activity and of international trade is very much hampered and delayed, to the greatest material detriment to the whole world, and, indeed, to the most formidable danger for the preservation of civilised society.

In meeting these difficulties, our first aim should be to create stability and security. Every country should decide, at the earliest possible date, what internal value it is going to give to its money, what amount of deflation it thinks proper and possible to attain, or perhaps, in the worst cases, what limit it thinks it can set to further inflation. And the policy thus determined should be made public in order that people should know what they had to reckon with. Internally, this would make an end of all talk of a restoration of the pre-war level of prices, and definitely do away with all hopes and all fears attached to this second price-revolution ; and the trust in the future stability of the monetary standard would afford the basis for a new development of economic life within the country. Externally, likewise, the trust in the future stability of the exchanges would give a powerful stimulus to international trade. A fixed policy for the stabilisation of the most important standard of the world would be of great value for the smaller countries anxious to adapt their standards in some definite ratio to the leading standards of the world's trade. The public announcement of a definite monetary policy would in itself be a very wholesome measure, obliging the government and the issuing bank to an earnest and comprehensive consideration of the whole problem, and after that binding them morally to a stern fulfilment of the policy decided upon.

Of course, it would be very useful if the general principles upon which to act in these matters could be agreed upon internationally. A stabilisation of the internal values of the monetary units can only lead to a stabilisation of the purchasing power parities between these units. But, as has been shown under (VI), deviations from these normal rates are possible, and are actually a considerable grievance in the present state of the world's monetary affairs. The problem of stabilisation of the exchanges includes, therefore, necessarily a scheme for preventing such abnormal deviations.

When a country, as is the case with Germany, has a large floating debt abroad, in the form of bank-notes or other notes, or debts on current accounts of the banks, a preliminary measure must be to exchange this debt against a funded loan. For, as long as a floating debt of such a character is allowed to exist, it tends to depreciate the money of the country on the international exchanges beneath its purchasing power parity ; and this pernicious effect will then lead the country to extraordinary measures for protection of its internal market against an overwhelming buying capacity. A great consolidation loan for the redemption of the outstanding means of payment in German marks is therefore a first step necessary in order to bring the German exchange problem into a normal condition. The loan should, of course, chiefly be subscribed by the present holders of German marks, who would have an inducement to do that in the probable rise of the German exchange which would follow.

Il y a peut-être d'autres pays ayant des dettes, qui sans être sur la même échelle, sont de même nature. Des emprunts consolidés similaires devraient alors être lancés par eux et pris en échange par les porteurs de la dette flottante.

En suite, des moyens devraient être trouvés pour empêcher les pays dans cette situation de persister dans leur habitude d'acquérir du pouvoir d'achat dans les pays étrangers, en soldant leur propre monétaire. Il y a là un problème très délicat, qui ne peut guère être résolu par des prohibitions directes. Quoique des accords internationaux convenables puissent être de quelque utilité, le moyen, qui promette le plus, est de permettre à un pays en détresse d'obtenir, par le moyen normal des emprunts, les crédits qui lui sont absolument nécessaires.

En supposant ces points réglés de façon satisfaisante, le problème dont l'objet est d'éviter les déviations anormales des taux du change devient essentiellement celui de restituer au commerce international la liberté et l'égalité. La première condition à remplir est, que la différence des prix faite actuellement en faveur du marché intérieur ou entre les acheteurs étrangers de différentes nationalités, soit complètement abolie. La possession d'une certaine somme en monnaie d'un pays doit représenter le même droit d'acheter sur le marché intérieur du pays, sans tenir compte de la nationalité du possesseur de la monnaie ou de l'emploi qu'il veut donner aux produits achetés.

Si ce principe élémentaire est méconnu, il est vain de s'attendre à une évaluation internationale des monnaies par rapport à leur puissance d'achat intérieure.

La seconde condition—qui, en fait, est presque liée à la première—est que les entraves au commerce entre deux pays, provenant surtout de l'un des deux, soient autant que possible supprimées. Pratiquement, ceci implique que les prohibitions d'importation et d'exportation soient abolies, quand elles ne sont pas absolument nécessaires comme garantie contre un approvisionnement insuffisant de produits de première nécessité. En tout cas, aucune prohibition ne devrait être maintenue pour servir de base à un système de licences imposant des charges spéciales au commerce.

Ces deux conditions nécessitent le sacrifice d'une politique qui n'a en vue que les profits du pays au détriment des autres États. De telles pratiques ont depuis longtemps été rejetées comme étant nuisibles au commerce entre nations et par conséquent à la longue, au pays lui-même et il est bien à regretter que l'on y revienne aujourd'hui. En regard des avantages qui peuvent être obtenus pour le pays qui adapte de telles mesures, il y a toujours le désavantage de voir les autres pays appliquer la même politique. Il y a ensuite le désavantage général, pour tous les pays, de voir le commerce entravé et les changes internationaux troublés, et, par conséquent, anormalement écartés des parités des puissances d'achat. Si l'on pouvait apercevoir toutes les conséquences de ce qui pourrait être appelé une "politique de profiteurs nationaux," la popularité d'une telle politique s'évanouirait certainement très vite. Un accord international en vue de faire cesser de telles pratiques ferait beaucoup pour rétablir le commerce et en même temps pour assurer la stabilité des changes internationaux.

Les mesures proposées ici sont les conditions nécessaires pour une solution réelle du problème très compliqué des

There are possibly some other countries with outstanding debts of the same nature, though not at all on the same scale. Similar funding loans should then be issued by them and taken in exchange by the holders of the floating debts.

Next, some means have to be found in order to prevent the practice of selling out one's own currency in order to acquire buying capacity in foreign countries. This is a most delicate problem, which hardly can be solved by any direct prohibitions. Although international agreements of a suitable kind ought to be of some use, the most promising way seems to be to open possibilities for a country in distress to obtain, in the normal way of loans, such credits as are absolutely necessary.

Assuming these points satisfactorily settled, the problem of preventing abnormal deviations of the rates of exchanges becomes essentially a problem of restoring freedom and equality in international trade. The first condition to be fulfilled is that the present differentiations of prices in favour of the inland market or between foreign buyers of different nationalities should be completely abolished. The possession of a certain sum in the currency of a country must represent the same right to buy on the internal market of the country, irrespective of the nationality of the possessor of the money or of the destination he wishes to give to the commodities bought. If this elementary principle is disregarded, it is vain to expect an international valuation of the currency in accordance with its internal purchasing power.

The second condition—which is, in fact, nearly connected with the first—is that one-sided hindrances against trade between one country and another should as far as possible be abolished. Practically this claim involves that export—or import—prohibitions should be done away with when not absolutely wanted for the protection of scanty supplies of commodities of primary necessity. At any rate, no prohibitions should be retained only in order to serve as a basis for a licence system calculated to be used for imposing special burdens on trade.

These two conditions require the sacrifice of a policy trying to make profit for the home country at the cost of other countries. Such practices have long ago been rejected as detrimental for the trade between nations, and, therefore, in the long run, for the home country too, and it is much to be regretted that they should now have been taken up again. Against the advantage that may be won for the home country by any measure of this kind, there is always the disadvantage of other countries applying the same policy. And then there is the general disadvantage for all countries of a hampering of trade and of a disturbance of the international exchanges showing itself in abnormal deviations from the purchasing power parities. If people could see all these consequences of what might be styled a national profiteering policy, its popularity would certainly very soon dwindle away.

An international agreement to discontinue all measures of this kind would do very much for restoring trade and, at the same time, for securing stability to international exchanges.

The measures here proposed are necessary conditions for a real solution of the very intricate problem of exchanges now

changes, tel qu'il se présente maintenant au monde entier. Mais elles sont également suffisantes ; le commerce du monde peut être continué quelles que soient les parités entre les différents étalons monétaires ; la seule chose essentielle étant la stabilité des changes actuels aux environs de ces parités.

On croit souvent que la renaissance du commerce, qui est aujourd'hui si nécessaire, pourrait être favorisée par l'établissement d'un étalon monétaire international. Ceci est évidemment une erreur, car si chaque pays conservait son propre monétaire, la monnaie internationale ne ferait que remplir les fonctions de lien intermédiaire pour les paiements internationaux. Mais il n'y a aucun besoin, d'un tel lien. Tant que la valeur internationale d'un monétaire continue à osciller, le change entre ce monétaire et l'étalon international oscillerait également et l'introduction de cet étalon ne nous aurait pas rapprochés de la stabilité des changes, mais elle aurait simplement créé une nouvelle et inutile complication. L'autre alternative serait que plusieurs pays, ayant des monétaires dépréciés abandonnent complètement leur ancien étalon et introduisent le nouvel étalon international à sa place. Cependant c'est une opération d'une difficulté extrême, impliquant les problèmes les plus délicats de la conversion de l'ancienne monnaie en la nouvelle. Si un pays désirait réellement abandonner son ancien étalon, il pourrait aussi bien introduire un des étalons existants, par exemple le dollar, et alors il n'y aurait pas besoin de créer à cet effet un étalon entièrement nouveau. La popularité de l'idée d'un étalon international semble surtout être fondée sur la croyance que toute la question du change serait éliminée par l'adoption d'une unité monétaire commune. L'expérience de ces dernières années a cependant démontré pleinement la futilité de cette croyance. Le problème de la conservation d'un change stable entre deux pays reste essentiellement identique, que les pays aient nominativement la même unité monétaire ou non. Et un pays, faisant du dollar ou même du nouvel étalon monétaire la base de son système monétaire, ne se serait pas par là assuré le moins du monde un change stable par rapport au dollar ou à l'étalon international.

Dans de telles circonstances, il est difficile de voir comment un pays, comme l'Autriche, pourrait trouver un réel avantage par l'introduction à côté de sa monnaie actuelle d'un nouvel étalon spécialement destiné à servir de base pour son commerce étranger. Tout le problème de la valeur du change de la monnaie autrichienne actuelle resterait absolument identique quoi qu'il ait été transformé en une question intérieure et il y aurait ensuite un nouveau problème des changes entre ce nouvel étalon et ceux des pays étrangers. Le projet si simple de faire du nouvel étalon un "étalon-or" peut donner au problème peut-être une apparence de simplicité qui tend à faire méconnaître ses vraies difficultés.

Si nous analysons les différents projets mis en avant en faveur d'un nouvel étalon international, nous trouverons presque invariablement qu'ils impliquent la création de nouvelles quantités de papier-monnaie et que, en fait, une grande partie de leur prétendue utilité résulte de la nouvelle puissance d'achat, qui est ainsi rendue disponible pour des besoins que l'on suppose d'une importance primordiale pour le monde. Finalement de tels projets se dévoilent comme une politique qui a pour résultat d'étendre à tout l'univers

before the world. But they are also sufficient. The world's trade can be carried on at any parities between the different monetary standards ; the only essential thing being that the actual exchanges should remain steady in the neighbourhood of these parities.

It is often believed that the recovery of trade which is now so urgently needed could best be furthered by the establishment of an international standard of money. This is obviously a mistake ; for if every country should retain its own currency, the international money could only fill the function of an intermediary link in international payments. But there is no need whatever of such a link. As long as the international value of a currency continued to fluctuate, the exchange between this currency and the international standard would fluctuate too, and the introduction of this standard would not have brought us a bit nearer the stability of exchanges, but only created a new and unnecessary complication. The other alternative would be that several countries with bad currencies should altogether abandon their old standard and introduce the new international standard instead. This is, however, an extremely difficult operation, involving the most delicate problems of conversion of the old money to the new. And if a country should really wish to abandon its old standard it could just as well introduce one of the existing standards, *e.g.*, the dollar ; and then there would be no need to create a quite new standard for the purpose. The popularity of the idea of an international standard seems very much to be based on the belief that the whole question of exchange would be eliminated by the adoption of a common unit of money. The experience of the last years has, however, demonstrated the futility of this belief to the full. The problem of keeping a stable exchange between two countries remains essentially the same whether the countries have nominally the same unit of money or not. And a country making the dollar, or even a new international unit, the basis of its monetary system would not thereby have in the least secured itself a stable exchange as against the dollar or the international standard.

Under such circumstances it is difficult to see how a country like Austria could gain any real advantage by introducing beside its present money a new standard specially intended to serve as a basis of its foreign trade. The whole problem of the exchange value of the present Austrian money would remain substantially the same, though it had been formally transferred to an internal question. And then there would be the fresh problem of the exchanges between the new standard and those of foreign countries ; the simple device of making the new standard a "gold standard" may perhaps give this problem an air of simplicity—inducing people to overlook its real difficulties.

If we analyse the different schemes put forward in favour of a new international standard, we shall almost invariably find that they involve the creating of new masses of paper currency, and that they, in fact, derive a great part of their alleged usefulness from the fresh purchasing power, which in this way is put at disposal for purposes thought to be of primary importance for the world. Ultimately, then, such schemes unveil themselves as a policy of continuing, on a world-wide scale, the process of inflation hitherto carried on

l'inflation qui jusqu'à présent était une entreprise nationale ; aussi est il clair qu'on ne peut y trouver la solution des difficultés monétaires actuelles du monde.

## XII.—LA QUESTION DE L'OR.

Quoique l'on puisse alléguer, au point de vue théorique, contre l'emploi de l'or comme étalon de valeur, particulièrement en ce qui concerne la baisse rapide de la valeur de ce métal qui s'est produite ces dernières années (comme il a été indiqué au chapitre III), il semble presque certain que la plupart des pays considèrent la rétablissement d'un étalon-or et la reprise des paiements en or comme le seul moyen de sortir de cet état désespéré de trouble créé par le système actuel du papier-monnaie. Nous devons tenir compte de la réalité de ce désir comme un fait acquis, et nous devons, alors, en premier lieu, prendre en considération son influence sur la question de la fixation à des valeurs déterminées des étalons monétaires actuellement variables.

La valeur de l'or par rapport aux marchandises ayant été réduite à environ 40 pour cent de ce qu'elle était avant la guerre, la reprise des paiements en or au pair deviendra possible pour les pays où la dépréciation de l'étalon monétaire n'a pas dépassé ce point. Le désir d'éviter une réduction formelle de la valeur de l'unité monétaire et de pouvoir racheter les billets à leur valeur nominale, soutenant ainsi peut-être, aux yeux du public, la fiction d'un étalon non déprécié, fera naître certainement dans de tels cas les efforts les plus sérieux en vue d'obtenir le degré de déflation nécessaire. Mais un pays avec un monétaire encore plus sujet à l'inflation, ne pourra même pas songer à un rachat en or de ses billets en conformité avec l'ancien étalon. Un tel pays doit tout d'abord, comme il est dit plus haut, atteindre une certaine stabilisation de la valeur intérieure de son monétaire. Quand cette valeur est suffisamment fixe, et que les changes étrangers se sont réglés sur elle, le pays peut prendre en considération la question de savoir si une nouvelle parité-or doit être donnée à son unité monétaire.

Les Etats-Unis ayant repris leurs paiements en or, le dollar peut désormais être pris comme représentant l'or. Le problème du rétablissement d'un étalon-or prendra donc pratiquement la forme du problème de la stabilisation du change du dollar à un chiffre défini. L'Angleterre, et quelques pays du Continent, feront certainement tout leur possible pour rétablir la parité d'avant-guerre de leur monétaire par rapport au dollar. D'autres pays, possédant une monnaie encore plus dépréciée, devront abandonner ce dessein et auront à choisir une nouvelle parité avec le dollar, en concentrant tous leurs efforts pour dans l'avenir conserver leur monétaire à cette parité. Maintenant le problème de la stabilisation du change du dollar, sous un de ces aspects, serait aggravé si les Etats-Unis augmentaient la valeur de leur monétaire par une opération de déflation. On en conçut le projet au milieu de 1919, quand une grande campagne contre la hausse des prix fut ouverte. Mais la campagne n'eut naturellement aucun succès, car elle ne s'appuyait que sur les moyens populaires habituels, c'est-à-dire réglementation des prix et poursuites contre les profiteurs. En mars 1920, le niveau général des prix aux Etats-Unis était monté à 253·0 contre 217·0, comme moyenne pour 1919. Si

(3232)

as a national concern. But that this cannot be the solution of the world's present monetary difficulties seems clear enough.

## XII.—THE GOLD QUESTION.

Whatever may be said, from a theoretical point of view, against gold as a standard of value, particularly with regard to the violent fall in the value of this metal which, as shown under (III), has taken place during recent years, it seems pretty sure that most countries look forward to the restoration of a gold standard and the resumption of gold payments as the real rescue from the hopeless muddle of the present paper-money system. We must reckon with this desire as a matter of fact, and we have, then, in the first place, to take account of its influence on the question of fixing the present fluctuating monetary standards at some definite values.

The value of gold as against commodities having been reduced to something about 40 per cent. of what it used to be before the war, the resumption of gold payments at par will be within practical reach of those countries where the depreciation of the monetary standard has not gone much further. The desire to avoid a formal reduction of the value of the monetary unit, and to be able to redeem notes at their face value, thus upholding perhaps, in the eyes of the public, the fiction of an undebased standard, will certainly in such cases call forth the most serious efforts for the necessary amount of deflation. But a country with still more inflated money will have to give up even thinking of a redemption of its notes in gold in conformity with the old standard. Such a country must first, as stated above, attain a certain stabilisation of the internal value of its money. When this value is sufficiently fixed and foreign exchanges have settled themselves according to it, the country may take into consideration whether a new gold parity shall be given to its monetary unit.

The United States having already resumed gold payments, the dollar may be taken henceforth to represent gold. The problem of the restoration of a gold standard will therefore practically take the form of the problem of stabilising the dollar exchange at some definite figure. England and some Continental countries will certainly do their utmost to restore the pre-war parity of their currency with the dollar. Other countries with much more depreciated money will have to relinquish this aim and to choose a new parity with the dollar, concentrating all their energies upon keeping their money in that parity for the future. Now the problem of stabilising the dollar exchange, in either of these aspects, would be aggravated if the United States increased the value of their money by a process of deflation. This was actually planned at the middle of 1919 when a great campaign against high prices was started. But relying upon the usual popular means, regulation of prices and persecution of profiteers, the campaign had naturally no success ; in March, 1920, the general level of prices in the United States had risen to 253·0 against 217·0 as the average for 1919. Disagreeable as this development may have been to the United States, it has very considerably facilitated the

I

désagréable que pût être cette augmentation pour les Etats-Unis elle a considérablement facilité le problème du rétablissement du change d'avant-guerre de la livre-sterling par rapport au dollar et de quelques-uns des meilleurs monétaires du Continent. Il est maintenant clair, dans l'intérêt de tous les pays qui s'efforcent de stabiliser leur change par rapport au dollar, que les Etats-Unis ne devraient pas entreprendre une politique monétaire augmentant d'une façon appréciable la valeur intérieure du dollar. En effet le problème de la stabilisation des changes du monde étant, de par sa nature, un problème international, il est désirable qu'un pays prenne l'initiative de fixer la valeur intérieure de son monétaire et il semble naturel que ce pays soit les Etats-Unis.

De la même manière, il est d'un grand intérêt, pour tous les pays essayant de rétablir une parité définie avec l'or, que la valeur de l'or par rapport aux marchandises ne soit pas augmentée, et que, une fois les nouvelles parités arrêtées, la valeur de l'or reste aussi constante que possible. Quoique la baisse énorme de la valeur de l'or depuis le commencement de la guerre ait eu un effet désastreux, l'augmentation de la valeur de l'or aurait probablement une conséquence plus terrible encore. Cela causerait, pour les pays à étalons-or, une déflation continue avec tous ses effets déplorable sur le commerce, les entreprises et sur les charges financières de l'Etat. Pour d'autres pays, cette augmentation aggraverait le problème du rétablissement d'une parité-or d'avant-guerre ou du maintien d'une parité-or nouvellement établie.

Au premier abord, il semble donc être d'un intérêt commun pour le monde *d'empêcher l'or d'augmenter à nouveau de valeur*. La valeur déprimée actuelle de l'or est surtout la conséquence d'une demande relativement restreinte d'or aux fins de numéraire. La circulation de l'or est généralement abandonnée et les grandes banques centrales ont réduit considérablement leurs demandes en vue d'une couverture-or relative.

Si un retour aux conditions d'avant-guerre se produisait sous ce rapport, la conséquence inévitable serait une augmentation de la valeur de l'or. Pour éviter ceci, il est nécessaire que tous les pays s'abstiennent de prendre des mesures rétablissant la circulation-or, et se contentent de leurs réserves d'or actuelles comme base pour la circulation de leur papier-monnaie. Les pays, qui sont à même de pouvoir attirer chez eux l'or du reste du monde, devraient s'abstenir de le faire. Ainsi la stabilisation de la valeur de l'or demandera clairement, dans les années à venir, une coopération étroite entre tous les pays. Peut-être sera-t-il possible d'arriver à un accord international à ce sujet. Par exemple, des mesures prises en vue de retirer les pièces d'or de la circulation, et comprenant éventuellement l'arrêt de la fabrication des pièces d'or, seraient un objet tout indiqué pour un tel accord.

Les problèmes monétaires actuels de la Grande-Bretagne jettent une lumière intéressante sur toute la question. Si la limitation à 320·6 millions £ prescrite pour l'émission par le Trésor anglais des billets à découvert est mise à exécution, comme semblent l'indiquer les acquisitions d'or faites par la Banque d'Angleterre, au moyen d'un accroissement de la circulation des billets de banque, il n'y aura pas de hausse de la valeur intérieure du monétaire anglais, mais la nécessité d'acquérir plus d'or renforcera la demande d'or du monde et

problem of restoration of the pre-war dollar-exchange of the pound sterling and of some of the better Continental currencies. It is now clearly in the interest of all countries endeavouring to stabilise their dollar-exchange that the United States should not enter upon any monetary policy effectively raising the internal value of the dollar. In fact, the problem of stabilising the world's exchanges being in its nature an international problem, it is desirable that one country should take the lead by fixing the internal value of its money, and it seems natural that this country should be the United States.

In the same manner, it is of great interest for all countries striving to restore a definite parity with gold, that the value of gold as against commodities should not be raised, and that, when the new parities once have been settled, the value of gold should remain as constant as possible. Though the enormous fall in the value of gold since the beginning of the war has certainly been a very injurious process, the inverse process of raising the value of gold would probably be still more disastrous. For the gold countries it would mean a prolonged process of deflation with all its pernicious effects on trade and enterprise and on the financial burdens of the State. For other countries it would seriously aggravate the restoration of a pre-war gold parity or the maintenance of a new established gold parity.

It seems then, in the first instance, to be a common interest for the world *to prevent gold from rising again in value*. The present low value of gold is mainly the consequence of a relatively diminished demand for gold for monetary purposes. The actual circulation of gold is very generally abandoned, and the great central banks have reduced their claims on relative gold-coverings considerably. Should a return to pre-war conditions in this respect set in, the inevitable consequence would be an enhancement of the value of gold. To avoid this, it is necessary that all countries should abstain from measures for reintroducing an actual gold-circulation and content themselves with their present standard of gold holdings as basis for their paper-circulation. Countries which are in a position to draw gold to themselves from the rest of the world should abstain from doing so. Thus the stabilisation of the value of gold will clearly require, in the coming years, a close co-operation of all countries. Perhaps it will be possible to come to some international agreement in this matter. For instance, some measures in order to draw gold coins out of actual circulation, including eventually the stopping of all further coinage of gold, would be a natural object for such an agreement.

The present monetary problems of Great Britain throw an interesting light upon the whole question. If the prescribed limitation of the issue of uncovered currency notes to a maximum of £320·6 millions is to be carried through, as the acquisitions of gold by the Bank of England seem to indicate, by aid of an increase in the note circulation of the bank, no rise in the internal value of English money will be achieved, but the necessity of acquiring more gold will strengthen the world's demand for this metal and help to

augmentera sa valeur. Si d'autres pays suivaient cet exemple, cette augmentation pourrait devenir très gênante. D'autre part, si l'Angleterre jetait immédiatement sur le marché du monde 100 millions de £ d'or, il en résulterait une chute rapide de la valeur de l'or, peut-être suffisante pour rétablir l'ancienne parité-or du monétaire anglais. Et si une forte association de pays plus petits agissait de même, le résultat vis-à-vis de la valeur mondiale de l'or serait identique. Une telle politique n'est pas, naturellement, recommandable à cause des troubles violents qu'elle causerait. Mais il est utile de se rendre compte de ses effets, car on peut constater clairement la futilité de la politique ordinaire qui consiste à préparer le rétablissement de l'étalon-or en essayant d'acquérir le plus d'or possible.

Le deuxième problème important relatif à la question de l'or du monde est d'atteindre, pour l'avenir, dans la mesure du possible, une valeur stable de l'or par rapport aux produits. Le retrait de l'or de la circulation et la disparition de toute règle définie pour la couverture-or par les banques d'émission, ont, au plus haut point, affaibli la stabilité de la valeur de l'or. Si l'or doit être désormais utilisé comme étalon monétaire, il est donc nécessaire de prendre des mesures spéciales pour stabiliser la valeur du métal. Comme ces mesures, qui consisteraient surtout à établir des principes appropriés et stables pour les réserves d'or des banques centrales, doivent avoir naturellement un caractère international; nous avons à faire ici à un problème où la coopération entre tous les pays est particulièrement nécessaire.

La stabilisation de la valeur de l'or comporte, cependant, des difficultés spéciales relatives à la production du métal. Si nous avons une demande monétaire d'or stabilisée, nous devons, naturellement, avoir une production d'or annuelle correspondante à la marche générale du progrès économique du monde et de plus une quantité suffisante pour couvrir la perte annuelle d'or. Ce besoin normal annuel s'élevait, dans la période 1850-1910, à une moyenne d'environ 3 pour cent du stock total d'or accumulé dans le monde à l'époque. De ce chiffre, 0.2 pour cent couvrait la perte d'or et 2.8 pour cent étaient ajoutés au stock mondial d'or. Ainsi, le stock d'or, et par conséquent, aussi son augmentation annuelle, croissait de 2.8 pour cent en moyenne par an. Il en résultait que la valeur de l'or était la même à la fin de la période qu'au début de celle-ci. En supposant la même progression dans les années à venir, nous aurions besoin maintenant d'une production annuelle d'or d'environ 100 millions de livres sterling, augmentant dans les années suivantes de 2.8 pour cent par an.

En 1915, la production mondiale atteignit presque ce chiffre avec 96.6 millions £. Mais la hausse des prix des marchandises en unités-or a entravé la production de l'or et l'a abaissée considérablement au-dessous du chiffre de 1915. Le ralentissement de la production au Transvaal n'a pas été très marqué, mais fut cependant réduit du maximum de 39.5 millions de £, atteint en 1916 à 35.8 millions en 1918. En 1919 la production baissa encore. La diminution de la production de l'or aux États-Unis a été beaucoup plus grande. En 1915, la production atteignit un maximum de 101 millions de dollars et en 1919 elle ne dépassa pas 58.5

enhance its value. If other countries should follow the example, this enhancement might become very embarrassing. On the other side, if England should at once throw on the world's market a hundred million pounds' worth of gold, the result would be a very sharp fall in the value of gold, perhaps sufficient to restore the old gold-parity of the English money. And if a strong combination of smaller countries acted in the same way, the result on the world value of gold would be similar. Such policy is, of course, not to be recommended because of the violent disturbance it would cause. But a consideration of the effects is useful, as it shows most clearly the futility of the usual policy of preparing a restoration of the gold standard by trying to acquire as much gold as possible.

The second chief problem of the world's gold question is to secure for the future as far as possible a *stable value of gold* relative to commodities. The withdrawal of gold from circulation and the disappearance of all definite standards of gold-cover have in a most serious degree impaired the stability of the value of gold. If gold is to be used henceforth as a monetary standard, it is, therefore, necessary to take special measures for stabilising the value of the metal. As these measures, which would mainly consist in the establishing of appropriate and stable principles in regard to the gold-holdings of the central banks, naturally must be of an international character, we have to do here with a problem where a co-operation between all countries is particularly required.

The stabilisation of the value of gold involves, however, special difficulties arising in connection with the production of the metal. If we have a stabilised monetary demand for gold, we must, of course, have an annual production of gold corresponding to the general rate of economic progress of the world, and, in addition, sufficient to cover the yearly waste of gold. This normal annual demand for gold amounted, during the period 1850-1910, on an average to about 3 per cent. of the total accumulated stock of gold in the world at the time. Of this sum 0.2 per cent. covered the loss of gold and 2.8 per cent. was added to the world's stock of gold. Thus the stock of gold, and therefore, also, the annual addition to it, increased on an average by the yearly percentage of 2.8, and that with the result that the value of gold was the same at the end of the period as at the beginning. Assuming the same rate of progress in the years before us, we should need at present an annual production of gold of about £100 millions, increasing in subsequent years at the rate of 2.8 per cent. yearly.

In 1915 the world's production nearly reached this sum with a figure of £96.6 millions. But the rise of prices of commodities in terms of gold units has hampered the production and brought it down considerably below the figure attained in 1915. In the Transvaal the falling off of the production has not been very marked, but still a reduction from the maximum of £39.5 millions in 1916 to £35.8 millions in 1918 and a somewhat lower figure in 1919 has taken place. Much greater has been the decline in the gold production in the United States, where a maximum of 101 million dollars was reached in 1915, but where the production



millions de dollars. La production totale du monde pour 1919 ne dépasse pas 75 millions de £.

La production n'est, par conséquent, pas suffisante pour un accroissement normal du stock mondial de l'or. Comme la production annuelle nécessaire serait, en 10 ans, avec la marche supposée du progrès, de 132 millions de £ et en 20 ans de 174 millions, le danger d'une production tout à fait insuffisante est beaucoup plus imminent qu'on ne le reconnaît généralement. Un autre facteur travaille dans le même sens. L'or étant le seul produit qui n'ait pas augmenté de prix, tandis que dans des pays à étalon d'or effectif, d'autres prix ont doublé et le niveau général des revenus a augmenté dans la même proportion, il est tout à fait naturel que les demandes d'or pour la fabrication des objets de luxe aient augmenté d'une façon appréciable. On sait également que l'emploi de l'or dans les arts appliqués augmente rapidement. Cette consommation menace, vraiment, d'absorber une large part de la production annuelle déjà réduite de l'or. Ce qui reste pour l'usage monétaire ne saurait couvrir l'augmentation régulière du stock monétaire mondial. Ce déficit provoquera une pénurie progressive de l'or et, en conséquence, une augmentation progressive de sa valeur. Ce résultat ne pourrait être évité que si l'on trouvait de nouveaux gisements aurifères et si on les développait dans la mesure nécessaire à une fourniture normale d'or. Mais en laissant de côté de telles possibilités et en supposant que la production de l'or reste à peu près constante, nous avons à faire face à une pénurie d'or grandissante et à un abaissement continu des prix.

Il sera donc probablement nécessaire, non seulement d'empêcher la demande monétaire d'or de reprendre ses anciennes proportions, mais aussi de régler désormais cette demande avec l'intention de la réduire graduellement, suivant les exigences de la rareté grandissante de l'or. Si, de plus, nous tenons compte des possibilités de changements dans la productivité des gisements aurifères, nous trouverons que le but de cette réglementation de la demande d'or pourra être facilement élargi dans des proportions considérables.

Ainsi la tâche peut paraître impliquer de grandes difficultés. Mais si nous ne sommes pas disposés à abolir immédiatement et pour toujours, l'emploi de l'or comme étalon des valeurs, nous devons clairement faire quelque chose pour stabiliser la valeur de l'or, chose certainement impossible, sans une réglementation rationnelle de la demande monétaire d'or.

De plus, nous pouvons peut-être appliquer d'autres mesures, c'est-à-dire : premièrement des restrictions convenables à la demande industrielle de l'or ; et deuxièmement, une politique visant à contenir la demande d'or de la part de l'Extrême-Orient en développant les besoins de l'Asie pour des produits européens plus utiles.

### XIII.—RECONSTRUCTION.

On prétend souvent et on répète encore plus souvent à la légère, que la situation désastreuse actuelle de l'Europe est un résultat de la guerre. Ceci est inexact. La guerre a certainement laissé l'Europe dans une situation économique difficile, mais l'aggravation sérieuse des difficultés qui se sont produites depuis la guerre et dont la dépréciation énorme du système monétaire n'est qu'une des nombreuses

pour 1918 was only 68 million dollars and for 1919 not more than 58.5 million dollars. The total for the world's production in 1919 is estimated to be not more than £75 millions.

The production is consequently at present not sufficient for a normal increase in the world's stock of gold. As the necessary annual production of gold would, under the assumed rate of progress, in ten years be £132 millions and in twenty years £174 millions, the danger of a quite insufficient supply of gold is much more imminent than seems to be generally recognised. Another factor is working in the same direction. Gold being the only commodity which has not risen in price while in countries with an effective gold standard other prices have been doubled, and the general level of incomes has been raised in the same proportion, it is only natural that the demand for gold as a material for articles of luxury should have increased substantially. It is also known that the use of gold in the arts is growing rapidly. This consumption threatens, indeed, to absorb a large part of the diminished annual production of gold. What is left for monetary use will then be very insufficient for the necessary regular increase in the world's monetary stock of gold. This deficiency must result in a progressive scarcity of gold and a consequent continued rise in its value. This result could be avoided only if new goldfields were discovered and developed in the proportion necessary for a normal supply of gold. But leaving such a possibility out of consideration and assuming the production of gold to remain about constant, we have to face a growing scarcity of gold and a continued depression of prices.

It will therefore probably be necessary not only now to prevent the monetary demand for gold from resuming its old dimensions, but also to regulate henceforth this demand with a view to reducing it gradually, as the growing scarcity of the supply of gold may require. If we further take into consideration the possibilities of changes in the conditions of gold-mining, we shall find that the scope for this regulation of the monetary demand for gold may easily be considerably widened. Thus the task may seem to involve great difficulties. But if we are not prepared to abolish at once and for ever the use of gold as a standard of value, we clearly must do something to stabilise the value of gold, and this is certainly not possible without a rational regulation of the monetary demand for gold.

In addition, we may perhaps apply other means, viz., first suitable restrictions of the industrial demand for gold ; and, second, a policy aiming at checking the demand for gold from the Far East by developing Asia's needs for more useful European products.

### XIII.—RECONSTRUCTION.

It is often contended, and still more often thoughtlessly repeated, that the present miserable situation of Europe is the result of the war. This is not true. Certainly the war has left Europe in difficult economic conditions. But the serious aggravation of the difficulties which have taken place since the war, and of which the enormous further deterioration of the monetary system is only one of many

manifestations est simplement le résultat d'une politique mal avisée, singulièrement incapable de prendre en considération à un point de vue économique les problèmes qui se posent devant le monde. Le caractère des nouvelles conditions ainsi créées, a rendu presque impossible la renaissance de la vie économique en Europe; de nouvelles frontières ont été tracées sur la carte d'Europe coupant les anciennes lignes de communications économiques établies au prix d'un labeur et d'une organisation séculaires et les anciens centres de la vie économique se meurent comme des plantes dont on aurait coupé les racines. Le principe des nationalités a été appliqué avec une violence tout à fait incompatible avec les conditions économiques modernes, qui demandent un large marché intérieur et une grande liberté de mouvement pour le commerce intérieur.

Quels qu'aient pu être les mérites politiques de cette diplomatie, ses conséquences économiques se sont montrées désastreuses. Les nations vaincues ont également, et d'une manière fatale, été exclues du commerce avec le monde extérieur et comme la vie de ces pays reposait, dans une large mesure, sur le commerce étranger et particulièrement sur l'échange des produits industriels contre des produits alimentaires et des matières premières, leur chance de renaissance s'est trouvée ainsi réduite à un point tel que leur situation est presque sans espoir. Les intérêts protectionnistes liés à cette politique essayant d'exploiter les sentiments politiques, pour établir des monopoles privés ou nationaux et de profiter de cette occasion unique de se débarrasser des concurrences gênantes, ont eu une influence qui, à la longue, apparaîtra comme ayant été contraire au véritable bien-être général, non seulement du monde dans son ensemble, mais aussi des pays qui se sont mis à soutenir ces intérêts.

Un an et demi après l'armistice, la situation économique de l'Europe centrale et orientale est pire qu'elle n'était pendant la guerre. Il est même devenu impossible en fait pour la population actuelle de ces régions de vivre à l'intérieur de ses frontières. Il ne lui est pas permis d'émigrer librement et une réduction de la population à un pourcentage qui pourrait vivre sur les ressources nationales est impossible. Il en résulte que la population actuelle essayant de vivre sur une demi-ration perd peu à peu, mais fatalement, sa force physique et morale et que la génération grandissante, affaiblie par la famine et la maladie, est condamnée à une vie extrêmement misérable et sans efficacité. Une organisation productive qui s'était à la longue affirmée comme un excellent modèle pour le monde, est en train de détériorer rapidement. Une organisation sociale très disciplinée se dissout et sombre dans des troubles continuels et même par endroits dans l'anarchie pure.

Ce ne sont pas des efforts humanitaires incohérents qui peuvent apporter un secours suffisant pour remédier à cette situation, et même les mesures les mieux organisées de subvention ne peuvent faire beaucoup plus que prolonger cette existence moribonde. Il faut recréer, complètement, les conditions dans lesquelles ces peuples sont obligés de vivre. Cela ne veut pas dire nécessairement une révision des Traités de Paix, chose en partie impossible maintenant, ou qui prendrait trop de temps; cela veut dire que ceux qui détiennent la puissance doivent commencer à s'en servir avec une pleine compréhension de la nature et de la gravité de la

witnesses, is simply the result of an unwise policy, singularly incapable of looking upon the problems before the world from an economic point of view. The new conditions created have been of such a character as to make a revival of economic life in Europe to a great extent impossible. New political boundaries have been drawn up on the map of Europe, cutting off old lines of economic communication established by centuries of work and organisation, and, like plants with their roots cut off, old centres of economic life have been left to die. The principle of nationality has been applied with a stress quite incompatible with modern economic conditions, requiring a large home market and a wide area for the free movement of internal trade. Whatever may have been the political merits of this policy, its economic consequences have shown themselves to be disastrous. The defeated nations have also been shut out, in the most fatal way, from trade with the outside world; and as the life of these nations was so constructed as to depend to a large extent on foreign trade and particularly on exchange of industrial products for food and raw materials, their chance of recovery was thereby reduced to something very near to hopelessness. In this policy protectionist interests, trying to exploit political feelings, to establish private or national monopolies and to use a unique opportunity to get rid of a troublesome competition, have had an influence which in the long run will show itself to have been adverse to the real welfare, not only of the world as a whole, but even of the nations engaged in the service of such interests.

One and a-half years after the Armistice, the economic situation of Central and Eastern Europe is much worse than it ever was during the war. As a matter of fact, it has become impossible for the present population of this area to live within its boundaries. It is not allowed to come out freely. A reduction of the population to that percentage that could subsist on the national resources is impossible. And the result is that the present population, trying to live on a half-standard, is gradually but fatally deteriorating in physical and moral force, and that the growing generation, weakened from the outset by starvation and disease, is doomed to an extremely miserable and ineffectual life. A productive organisation which used to set a good standard for the world is quickly deteriorating, and a highly disciplined social organisation is dissolving and sinking down into a state of continual unrest and even partially into pure anarchy.

No scattered humanitarian efforts can bring real help in this situation. Not even the best-organised measures of subvention can do much more than prolong this existence on the margin of death. What is required is a thorough re-modelling of the conditions under which these peoples have been left to live. This does not necessarily mean a revision of the treaties of peace, which partly is now impossible, and partly would take too much time. But it means that those who have the power should begin to use it with a clear understanding of the nature and the seriousness of the situation before them. Indeed, this situation is



situation qui se présente à eux. Cette situation n'est pas, en vérité, seulement du ressort des puissances vaincues. Le progrès de la dépression économique et de la dissolution sociale qui se présente chez elles ne peut pas se borner seulement à l'intérieur de leurs frontières; la capacité productive d'une partie essentielle de l'Europe ne peut pas être affaiblie sans qu'il en résulte des conséquences certaines pour le reste de l'Europe; la maladie des troubles sociaux et de la désagrégation est dangereusement contagieuse. Ces influences se sont en effet déjà fait sentir; l'aggravation imprévue mais maintenant claire de la situation économique de certains pays victorieux après l'armistice constitue un avis pour tous ceux qui veulent comprendre. L'Europe forme nécessairement, sous bien des aspects, une unité, et il est absolument vain d'essayer de supprimer une de ses parties et de croire à une possibilité d'avenir quelconque pour le reste.

Les mesures générales nécessaires au but de reconstruction que l'on se propose semblent être essentiellement les suivantes :

D'abord une paix véritable doit être établie, ce qui implique non seulement la cessation des hostilités actuelles, mais vraiment une coopération sincère et amicale entre toutes les nations pour la renaissance de la vie économique du monde.

La paix intérieure au sein de toutes les nations est également nécessaire, ce qui signifie encore la coopération sincère entre les différentes classes et l'abandon définitif de l'idée que l'on peut amener le progrès en essayant de détruire le principe du gouvernement.

L'établissement de systèmes monétaires sains est une autre condition qui doit être remplie pour rendre possible la renaissance économique, mais qui, comme il est dit plus haut, ne peut être elle-même obtenue que si le monde retourne à une vie économique saine à tous points de vue.

Les désavantages économiques des nombreuses frontières nouvelles qui ont été tracées par le remaniement politique de l'Europe doivent être neutralisés par l'application la plus large possible des principes du libre échange entre les différentes unités politiques. À ce point de vue, aucune mesure étroite de séparation ne peut être tolérée; le trafic et l'échange entre les divers pays ainsi que le transit doivent être libérés de toutes les restrictions qui ne sont pas nécessaires. L'exécution de ce programme doit être une condition absolue de toute assistance étrangère accordée à ces pays.

Et puis il y a le cas des relations commerciales entre l'Europe centrale et le monde extérieur. Un pays organisé pour l'exportation de produits manufacturés ne peut pas vivre sans un libre accès aux marchés du monde. Et naturellement, il est également de l'intérêt de ces marchés d'être libres d'acheter là où ils trouvent des conditions avantageuses. Une renaissance économique du monde sera surtout obtenue par la plus grande liberté possible du commerce international et par l'abolition complète de toute espèce de distinction des produits d'après leur pays d'origine. Ceci implique que même toute propagande privée contre des produits d'un pays particulier devrait être supprimée comme étant stupide et tout à fait contraire aux efforts pour une renaissance de la prospérité mondiale.

not merely the concern of some defeated Powers. The process of economic deterioration and social dissolution going on within them cannot be confined within their boundaries. The productive capacity of an essential part of Europe cannot be seriously impaired without consequences for the rest of Europe; and the disease of social unrest and disintegration is dangerously contagious. These influences have, in fact, already made themselves felt: the unexpected, but by now unmistakable, deterioration of the situation of some of the victorious countries after the Armistice speaks clearly enough to everybody who wishes to understand. Europe is necessarily in important aspects a unit. It is completely vain to try to suppress a part of it and believe in a future for the rest.

The general pre-requisitions for any positive work of reconstruction seem to be, essentially, the following:—

First, real peace must be established, meaning not only the cessation of actual hostilities, but, indeed, sincere, friendly co-operation of all nations for the recovery of the economic life of the world.

Equally needed is internal peace within every nation, meaning again sincere co-operation of the different classes and the definite abandonment of the idea that progress can in any way be furthered by attempts to destroy the principle of government.

The establishment of sound monetary systems is a further condition which must be fulfilled to make economic recovery possible, but which, as shown above, can itself only be attained if the world reverts to sound economy in all respects.

The economic disadvantages of the many new boundaries which the political re-modelling of Europe has drawn up have to be neutralised by the widest possible application of the principles of free trade between the different political units. No narrow separation can be tolerated in this respect. Traffic and intercourse between and through the countries must be freed from all unnecessary restrictions. The fulfilling of this programme, which has to be worked out in distinct rules, must be made an absolute condition of any outside assistance to these countries.

Then there is the case of the trade relations between Central Europe and the outside world. A country organised for an export of manufactures cannot live without free access to the world's markets. And of course it is also in the interest of these markets that they should be free to buy where they think it advantageous. An economic recovery of the world will be best secured by the greatest freedom of the world's trade and by the complete abolition of every form of discrimination between products in regard to their country origin. This involves that even every private agitation against the products of any particular country should be stopped as foolish and altogether opposed to the efforts for a revival of the world's prosperity.

L'autre aspect de cette question est, naturellement, que tous les pays et parmi eux même les Etats vaincus de l'Europe centrale, soient autorisés à acheter des matières premières et des produits alimentaires à des conditions égales sur tous les marchés du monde. Avant la guerre, il était généralement reconnu comme une règle sage que la possession de colonies et de dépendances ne devait jamais servir à établir des monopoles économiques. Ce principe de la porte ouverte devient évidemment encore plus urgent quand cette possession est concentrée entre les mains de quelques Puissances. Plus la zone d'action donnée au contrôle d'un empire est grande, plus il est nécessaire que ce contrôle soit regardé comme la fonction d'un administrateur ayant à servir l'intérêt du monde entier. Dans le cas des mandats au nom de la Société des Nations, ce principe est fondamental.

Le programme consistant à procurer la plus grande liberté possible au commerce international n'implique pas naturellement une intervention dans le domaine de la taxation de la consommation. Et particulièrement, un pays dans une situation de détresse sérieuse ne devrait en aucune façon être empêché de taxer les importations des objets de luxe et même de les prohiber; il n'est pas non plus nécessaire d'interpréter le programme d'une manière étroite au point à exclure un protectionnisme habituel et modéré.

Enfin, il est nécessaire que le principe de la propriété privée soit universellement reconnu et que dans ce sens, un traitement égal des sujets de toutes les nations soit garanti.

Evidemment, ces mesures nécessaires de reconstruction ont jusqu'à un certain point un caractère tel, qu'elles ne peuvent pas être adoptées immédiatement et leur réalisation ne peut être attendue qu'au cours du travail de reconstruction. Mais on pourrait faire beaucoup immédiatement en assurant au monde qu'il sera gouverné à l'avenir sur cette base et dans cet esprit. Ceci est essentiel.

Quand nous viendrons à discuter les mesures positives de reconstruction qui paraîtront les plus efficaces, nous aurons constamment présent à l'esprit que le but de telles mesures doit être le développement de la production et du commerce des pays qui ont en ce moment besoin d'assistance. Des avances de produits alimentaires ainsi que de matières premières doivent être considérées comme des moyens de faire renaître la vie économique, et de leur permettre de devenir le plus tôt possible des membres réellement utiles à la communauté commerciale du monde. Mais si tel est notre but sincère, il est assez évident que nous aurons à écarter sans hésitation toutes les tentatives qui veulent supprimer ces pays ou les retarder dans leur développement économique.

En attendant qu'un échange régulier de produits sur une base de paiement en monétaire puisse être établi il pourrait être utile d'envoyer des matériaux destinés à être travaillés dans le pays en détresse et de reprendre les produits finis, en payant le travail fait avec une partie des matériaux ou autrement. Cette méthode nécessite un droit d'hypothèque sur les matériaux et s'étend aux produits fabriqués

The other side of this case is, of course, that all countries, and among them even the defeated Powers of Central Europe, should be allowed to buy raw materials and food on equal conditions in all markets of the world. It was generally recognised, before the war, as a wise rule that the possession of colonies or dependencies should never be used for establishing economic monopolies. This principle of the Open Door becomes, obviously, still more urgent when such possession has been concentrated on a few Powers. The wider the areas which are laid under the control of one empire the more necessary is it that this control should be regarded as a function of a trustee, having to serve the interest of the world at large. In the case of mandates under the authority of the League of Nations, this principle is fundamental.

The programme of securing the greatest possible freedom to international trade does not, of course, involve any interference with taxation of consumption. And particularly a country in serious distress should in no way be hindered from taxing imports of luxuries or even from prohibiting such imports. Neither is it necessary to interpret the programme so strictly as to exclude a customary moderate protectionism.

Finally, it is required that the principle of private property should be universally recognised, and that in this respect an equal treatment of the subjects of all nations should be guaranteed.

Obviously these pre-requisites of reconstruction are to a certain extent of such a character that they cannot be fulfilled immediately, and their realisation can be expected only during the progress of the work of reconstruction. But much could be done at once to assure the world that it is on these lines and in this spirit that the world is going to be governed in the future. And that is essential.

When we come to discuss the positive measures of reconstruction that are likely to be the most effectual, we have constantly to have in mind that the aim of such measures must be the development of the production and of the trade of the countries at present in need of help. Advances of food, as well as those of raw materials, must be looked upon as means to revive their economic life, and to enable them to become, at the earliest possible date, positively useful members of the world's trading community. But if this is our sincere aim, it is obvious enough that we shall have to do away, unhesitatingly, with all endeavours to suppress the same countries or keep them back in their economic development.

Until a regular exchange of commodities on the basis of payment in money can be arranged, it may prove useful to send materials to be worked up in the distressed country, and take the finished product back, paying for the work done by a part of the materials or otherwise. The method requires a mortgage right in the materials, extending to the products made of them; such rights must then be recognised not only

avec ceux-ci ; ce droit doit alors être reconnu non seulement par la législation du pays lui-même mais aussi par les puissances sous le contrôle desquelles le pays peut être placé. Comme mesure provisoire, il peut être également utile d'organiser des centres pour l'échange direct des produits ; mais jusqu'à présent les efforts dans ce sens ne semblent pas avoir été très satisfaisants.

Parmi les mesures positives de reconstruction de la vie économique de l'Europe, l'organisation des transports prend une place très considérable. Une partie importante de ce problème a déjà été, comme on le sait, prise en considération par la Société des Nations, mais le problème a d'autres côtés dignes d'attention. Un pays dans la situation de l'Allemagne dépendant si essentiellement du transport maritime ne devrait pas être privé de tonnage à un point qui, jugé au point de vue économique mondial, paraît contraire aux principes économiques.

Il y a aussi le grand problème des transports par voies ferrées dans l'Europe centrale y compris les États orientaux situés sur la frontière russe. Si tout le système des voies ferrées de cette région pouvait être mis sous le contrôle d'une organisation centrale qui aurait pour programme de donner un traitement égal à tout le trafic, de faire de ces chemins de fer une entreprise qui rapporterait et de leur procurer le capital si nécessaire à leur efficacité, on aurait fait probablement plus pour encourager la reconstruction qu'il n'est possible de faire d'aucune autre façon. Le capital emprunté dans ce dessein servirait à la renaissance économique des pays en question d'une façon très efficace, il serait assuré par les meilleures garanties possibles et aurait les meilleures chances d'être remboursé avec intérêts. Il serait probablement plus facile d'obtenir des capitaux à l'étranger pour un but ainsi défini et présentant ces avantages, que pour une aide donnée au gouvernement des pays pour la reconstruction d'une façon générale. En même temps le travail fait pour augmenter l'efficacité du système des voies ferrées préparerait le développement de l'industrie et du commerce ainsi que l'obtention de nouveaux capitaux pour les entreprises privées.

Une certaine aide à la reconstruction des pays en détresse a, sans aucun doute, été apportée par les achats par l'étranger d'entreprises industrielles ou d'actions de compagnies publiques de ces pays. Quand les acheteurs prennent un intérêt sérieux au développement de telles entreprises et utilisent leurs bénéfices pour y faire de nouveaux placements, de tels achats semblent être favorables à la renaissance économique du pays ; mais des achats occasionnels d'immeubles, d'actions ou d'autres propriétés ne fournissent probablement au pays vendeur que de l'argent pour payer sa consommation courante.

Il y a naturellement des problèmes sérieux de reconstruction même dans d'autres pays, comme en Italie, en France et en Belgique. La solution de ces questions dépend dans une large mesure de l'exécution des conditions générales de la renaissance économique mondiale dans le sens indiqué plus haut. La capacité du monde de prêter des capitaux à ces pays sera en tous cas essentiellement déterminé par son développement économique dans les années à venir. Une discussion plus complète de cette question doit cependant être réservée pour le suivant paragraphe.

by the legislation of the country itself, but also by the Powers under the control of which the country may be. As a provisional measure, it may perhaps also be useful to arrange clearing centres for the direct exchange of commodities ; but the efforts in that direction seem hitherto not to have had very satisfactory results.

Among the positive measures for reconstruction of the economic life of Europe, the organisation of transport has a very prominent place. An important part of this problem has already, as is well known, been taken up under the auspices of the League of Nations. But the problem has other sides deserving attention. A country in the position of Germany, depending so essentially on sea transport, ought not to be deprived of tonnage to a degree which, looked upon from the point of view of the world's economy, would be judged to be uneconomical.

And then there is the great problem of railway transport in Central Europe, including the eastern States on the Russian frontier. If the whole railway system of this area could be brought under the control of some central body with the programme of securing equal treatment to all traffic, of putting the economy of the railways on a paying basis and of supplying them with the capital most urgently needed for their efficiency, probably more would have been done to promote reconstruction than is possible in any other way. The capital borrowed for this purpose would serve the economic recovery of the countries in question in the most effectual manner, and it would be backed by the best security obtainable, and have the best prospects of being repaid with interest. These advantages would, presumably, make it easier to raise capital abroad for such a definite purpose than for any assistance to the governments of the countries for reconstruction in general. At the same time, the work done for increasing the effectiveness of the railway system would be a pioneer work for development of industry and trade and would therefore probably pave the way for fresh supplies of capital to private enterprises.

Some help towards reconstruction of distressed countries has without doubt been brought by the purchases from abroad of industrial concerns or of shares in public companies of those countries. When the buyers take a sincere interest in the development of such enterprises and use their profits for further investments in them, such purchases seem on the whole to be for the good of the economic recovery of the country. But occasional purchases of houses, shares or other property probably only furnish the selling country with money for paying for current consumption.

There are, of course, serious questions of reconstruction even in other countries, such as Italy, France and Belgium. The solution of these questions depends to a great extent on the fulfilling of the general conditions of the world's economic recovery, as stated above. The world's capacity of supplying these countries with capital will, at any rate, essentially be determined by its economic development in the coming years. A more complete discussion of this question must, however, be reserved for the next paragraph.

D'une façon générale et en considérant l'Europe comme un tout, nous devons reconnaître que le problème de la reconstruction n'est pas seulement ni même principalement, celui de la reconstruction matérielle de ce qui a été détruit pendant la guerre et du retour des productions européennes à ce qu'elles étaient avant la guerre.

La position de l'Europe dans la vie économique mondiale a changé. Le monde souffre, sans aucun doute, d'une rareté relative de produits alimentaires et de certaines matières premières fournies par des pays non-européens. Ceci signifie que la production du monde doit être dirigée dans une plus large mesure qu'elle ne l'était jusqu'à présent vers la production de ces produits alimentaires et matières premières et ceci demande encore une rectification de la répartition de la population mondiale. L'Europe est surpeuplée en ce sens qu'il serait plus économique pour le monde dans son ensemble, qu'une partie de la population industrielle de l'Europe puisse être transférée dans les autres continents où elle pourrait être employée à la production des produits alimentaires et des matières premières. Le problème de la reconstruction que nous envisageons ne peut pas être posé en fait si l'on ne prend en considération cette situation. Ce serait une erreur, au point de vue de l'économie mondiale que d'employer tout le surplus disponible des puissances productives du monde pour la reconstruction de l'Europe. Une partie de ce surplus doit être utilisée avec un avantage plus grand et plus immédiat en vue du développement des autres pays avec l'aide de la main d'œuvre superflue de l'Europe. Si l'Europe ne reconnaît pas cette vérité, elle lui sera désagréablement rappelée par la hausse du taux d'intérêt dans les autres parties du monde à un niveau de beaucoup supérieur à ce que l'Europe croit être le niveau convenable pour elle.

#### XIV.—EMPRUNTS INTERNATIONAUX.

On croit souvent que le problème de la reconstruction est essentiellement celui d'obtenir des capitaux de l'étranger, et que ce capital peut être puisé dans la fortune accumulée des autres pays. Il n'en est rien. La reconstruction—dans le sens le plus large que nous avons donné à ce mot—est, de par sa nature, d'abord, une renaissance du travail dans l'intérieur du pays en détresse impliquant la restauration de l'ordre, de l'intensité du travail, de l'organisation et de l'initiative privée. Pour aider ce travail, la fourniture de moyens de subsistance et de matières premières, venant du monde extérieur, est nécessaire, et, comme cette fourniture ne peut pas être immédiatement payée par une exportation correspondante, elle doit être faite à crédit. Voilà comment l'on doit comprendre "l'obtention de capital de l'étranger." Il est également clair que ce capital ne peut pas provenir de la fortune accumulée des pays prêteurs, mais doit être fourni par leur production courante. Afin d'obtenir ce résultat, les pays prêteurs doivent avoir un excédent de production sur leur consommation et leurs propres besoins de capitaux nouveaux. Ces économies disponibles, produites jour par jour, peuvent, seules, fournir les fonds pour les emprunts de reconstruction.

Il est vrai que, pendant la guerre, quelques pays neutres furent poussés à consentir des emprunts au delà de cette limite,

Taking a broader view, and looking upon Europe as a whole, we have to recognise that the problem of reconstruction is not merely, or even principally, a problem of physical reconstruction of what has been destroyed during the war or of a restoration of European production to what it used to be before the war. The position of Europe in the world's economy has changed. The world suffers unmistakably from a relative scarcity of food and of certain raw materials supplied by non-European countries. This means that the production of the world must be directed, to a greater extent than it has been hitherto, to the production of such food and materials. And this again requires a certain adjustment of the distribution of the world's population. Europe is over-populated in the sense that it would be more economical for the world at large if a part of Europe's industrial population could be transferred to other continents, where it could be employed in production of food and materials. The problem of reconstruction before us cannot be stated truly without due regard to this situation. It would be a mistake, from the point of view of the world's economy, to employ the whole available surplus of the world's productive powers for European reconstruction in a narrower sense. A part of this surplus can be used, with greater and more immediate advantage, for the development of other countries, with the aid of superfluous European labour. If Europe fails to recognise this truth, it will be disagreeably reminded of it by the rates of interest rising in other parts of the world to a level far above what Europe thinks a proper level for itself.

#### XIV.—INTERNATIONAL LOANS.

It is often believed that the problem of reconstruction is essentially a question of supply of capital from abroad, and that this capital can be taken from the accumulated wealth of other countries. This is not so. Reconstruction—in the wide sense we have taken the word—is in its nature primarily a revival of work within the distressed country, involving restoration of order, of intensity of labour, of organisation and of private enterprise. To help this work, a supply of means of subsistence and of materials from the outside world is required, and as this supply cannot immediately be paid for by a corresponding export, it has to be made on credit. This is the real meaning of a "supply of capital from abroad." It is then also clear that this supply cannot be taken from any accumulated wealth of the lending countries, but has to be provided by their current production. In order to do that, the lending countries must have a surplus of production over their consumption and their own needs of fresh capital. Out of such available savings, produced day by day, loans for reconstructive work can be made, but from no other source.

True, during the war, some neutral countries were pressed to give loans beyond this limit, but this meant, as

mais ceci eu pour résultat, comme il est indiqué plus haut, la création d'un pouvoir d'achat artificiel, conduisant à l'inflation du monétaire de ces pays, et d'imposer des privations à des classes entières de leur population. Ceci, naturellement, ne peut se reproduire maintenant. Aucun pays ne devrait souscrire à des emprunts qui les conduiraient à une nouvelle inflation. Les emprunts pour la reconstruction de la vie économique mondiale sur une base solide, doivent provenir d'une source solide, et celle-ci ne peut être que l'épargne.

En plus des emprunts représentant une assistance matérielle, une aide peut, naturellement, être donnée aux pays en détresse en les dispensant temporairement ou définitivement—des obligations de payer des intérêts ou de rembourser des capitaux aux autres pays. En cas de détresse sérieuse, des mesures de ce genre semblent être nécessaires pour faciliter le travail de reconstruction. Dans ce qui suit, ces points seront laissés de côté et le terme "emprunts internationaux" devra être compris dans le sens d'une fourniture, réelle de capitaux nouveaux.

Maintenant, si les emprunts internationaux ne peuvent être souscrits que par la véritable épargne journalière, nous devons, évidemment, abandonner complètement l'idée fantastique d'énormes emprunts mondiaux suffisants pour couvrir, d'un seul coup, tous les dommages causés par la guerre. Nous devons nous accoutumer à considérer un emprunt international comme simplement une manière de financer un surplus d'exportations du monde prêteur au monde emprunteur. Nous aurons, alors, moins de difficultés à comprendre qu'il y a des limites définies au montant de ces emprunts que l'on peut émettre. Il y a, à présent, une grande pénurie de capitaux dans le monde, qui se révèle par les taux d'intérêt particulièrement élevés dans tous les pays où les taux ne sont pas maintenus artificiellement par un marché monétaire falsifié. Cette pénurie indique que les offres quotidiennes de nouveaux capitaux sont insuffisantes pour faire face aux demandes. Il est donc nécessaire de réduire ces demandes et de ne satisfaire qu'aux plus importantes d'entre elles. De plus, tout devrait être fait pour accroître l'épargne.

Etant donné le montant de l'épargne, des demandes extraordinaires de capitaux ne peuvent évidemment être satisfaites, qu'en laissant de côté des projets pour lesquels ces capitaux auraient été utilisés normalement. De grands emprunts accordés aux pays en détresse impliquent nécessairement que les pays prêteurs sacrifient des projets de développement de l'industrie et des transports ou réduisent leur construction de maisons. On ne peut naturellement s'attendre à ceci que lorsque l'on sent que l'épargne ainsi libérée est utilisée dans un but encore plus important et plus urgent. L'offre d'un taux d'intérêt plus élevé constitue l'expression naturelle de l'importance majeure des besoins des emprunteurs. On ne peut certainement pas s'attendre à ce que les pays, où la rareté du capital rend nécessaire le paiement d'un intérêt de 7 ou 8 pour cent pour le développement urgent de voies ferrées et d'entreprises industrielles, restreignent leur marché-capital

shown above, the creating of an artificial purchasing power leading to inflation of the countries' currency and to enforced privations of whole classes of their population. This, of course, cannot be repeated now. No country should be expected to furnish loans, driving itself to further inflation. The loans for the reconstruction of the world's economic life on a sound basis must come from a sound source; and this can be no other than deliberate savings.

In addition to the loans representing material assistance, help can, of course, be given to distressed countries by relieving them—temporarily or definitely—from obligations of paying interest or capital to other countries. In cases of serious distress some measures of this kind seem to be necessary in order that assistance for actual reconstructive work shall be possible. In the following we shall leave such postponing or cancelling of claims out of consideration, and the term "international loans" will then have to be understood as meaning a real supply of fresh capital.

Now, if international loans can only be made out of real daily savings, we shall obviously have to abandon altogether the fantastic ideas of huge world loans, sufficient to make up at once for all damage caused by the war. We must accustom ourselves to look upon an "international loan" as merely a form for financing an export surplus from the lending world to the borrowing. We shall then have less difficulty in realising that there are definite limits to the amounts of such loans which can possibly be raised. There is at present a great scarcity of capital in the world, showing itself in unusually high rates of interest in all countries where the rates are not artificially kept down by a falsified money market. This scarcity means that the daily supplies of fresh savings are insufficient to meet the enormous demands for capital. It is therefore necessary to reduce these demands and only satisfy the most important among them. In addition, everything should be done to increase the amount of savings.

Given the amount of savings, new claims for capital can obviously only be satisfied by putting aside purposes for which this capital would otherwise have been used. Big loans to distressed countries necessarily involve that the lending country should sacrifice plans for development of industry and transport or restrict their house building. This can, of course, only be expected when it is felt that the savings thus made free are turned to a still more important and urgent use. A natural expression for the higher importance of the borrowers' needs is that a higher rate of interest is offered. And it certainly cannot be expected that countries where the scarcity of capital makes it necessary to pay 7 or 8 per cent. for urgent developments of railways or industrial undertakings should restrict their capital market still more in order to supply capital to a country with a much lower level of interest—except, of course, when it is done for purely humanitarian reasons. Rates of interest

encore plus, en vue de fournir des capitaux autre à un pays à un taux d'intérêt beaucoup plus bas, sauf, naturellement, quand les raisons en sont purement humanitaires. Les taux d'intérêt ont généralement été plus élevés en Amérique qu'en Europe, et c'était naturel tant que l'Amérique empruntait en Europe. Maintenant, c'est l'inverse et les pays européens, cherchant à obtenir des capitaux en Amérique, doivent s'habituer aux taux d'intérêt américains.

Cependant, si des taux aussi élevés doivent être payés pour les emprunts de reconstruction, le besoin impératif de surveiller étroitement leur usage devient apparent. Les pays en détresse doivent reconnaître que seuls les besoins les plus urgents de reconstruction peuvent être satisfaits immédiatement; et alors il y a lieu de préférer, pour le capital, l'utilisation rémunératrice dans le plus bref délai. Il est impossible d'exécuter immédiatement toutes les réparations. Beaucoup de ce qui semble désirable doit être ajourné. D'un autre côté, il y a, en Europe, certainement une grande quantité de travail de reconstruction qui, au point de vue purement économique, justifierait dans un avenir immédiat, la dépense nécessaire de capitaux pour la simple raison qu'il n'y a guère d'emploi plus profitable des capitaux que celui de remettre en marche la vie économique là où elle s'est arrêtée.

Dans une période de besoins de capitaux aussi urgents il est naturellement très désirable que la quantité d'épargne dans le monde soit augmentée le plus possible. Ceci n'implique pas seulement une restriction générale de la consommation inutile et l'abandon du luxe apparent, privé et public, bien inutile à cette époque, mais encore que les plus grands efforts soient faits pour augmenter la production. Toute la vie économique du monde doit être amenée au plus haut degré d'efficacité pour permettre d'aider les pays en détresse. Mais, la première condition à cet effet est la reprise immédiate des relations pacifiques entre tous les pays. Les pays désireux de recevoir une assistance sous la forme d'emprunts internationaux devraient comprendre qu'il est de leur propre intérêt de faire tout ce qui leur est possible pour favoriser un tel développement.

De plus, ces pays devraient tenir compte des intérêts des prêteurs. Ces intérêts résident principalement dans la renaissance de la production et des possibilités de commerce en Europe, et dans l'établissement de conditions politiques et sociales stables. Les prêteurs qui considèrent, sans préjugé et au point de vue commercial, le problème de financer la reconstruction, seront désireux d'envisager la possibilité d'un résultat matériel sous la forme de la reprise à la date la plus rapprochée, d'un échange profitable de produits avec une Europe d'une grande capacité productive. Ils demanderont donc naturellement des garanties établissant non seulement que l'argent prêté sera réellement utilisé pour tel ou tel but, et non pas pour financer une force militaire, mais aussi que les pays emprunteurs se mettront sérieusement à l'œuvre pour faire renaître leur vie économique et coopéreront sincèrement à la renaissance d'autres pays qui dépendent d'eux d'une manière quelconque. Les pays, qui seront le plus disposés à répondre à ces desiderata seront les mieux placés pour recevoir une assistance financière de l'étranger.

(3232)

have generally been higher in America than in Europe, and this was a natural thing as long as America was a borrower in Europe. Now the reverse is the case, and European countries looking for capital supply from America have to accustom themselves to American rates of interest.

If, however, such high rates of interest are to be paid for reconstruction loans, the imperative need for a very careful scrutinising of the use of them becomes apparent. The distressed countries have to recognise that only the most urgent needs of reconstruction can be satisfied in the immediate future. And naturally, then, such use of capital must be preferred as is most immediately remunerative. It is impossible to make all reparations at once. Very much of what might seem desirable to do must be postponed. On the other side there is in Europe certainly a great amount of work of reconstruction which on purely economic lines would justify the necessary expenditure of capital in the most immediate future for the simple reason that there is hardly any more profitable use of capital than setting economic life going again where it has come to a standstill.

In a period of such urgent need for capital, it is of course highly desirable that the amount of saving in the world should be increased to the utmost. This not only involves a general restriction of unnecessary consumption and the abandonment of showy luxuries, private and public, very inappropriate at such a time as this, but also that the greatest efforts should be made to increase production. To make it possible to give effective help to the distressed countries, the whole economic life of the world has to be brought up to the highest standard of efficiency. But the first condition for this is the immediate resumption of peaceful intercourse between all nations. Countries anxious to get assistance in the form of international loans should realise that it is in their own interest to do their utmost to favour such a development.

In addition, such countries ought to pay some attention to the interests of the lenders. These interests are largely concentrated on the restoration of production and of trading possibilities in Europe and on the establishment of stable political and social conditions. Lenders who take a broad businesslike view of the problem of financing reconstruction will wish to see their way to a material result in the form of the resumption, at the earliest possible date, of a profitable exchange of commodities with a Europe of high productive capacity; and will, therefore, naturally ask for guarantees not only that the money lent will really be used for such purposes and not for any display of military power, but also that the borrowing countries earnestly set themselves to work for their own economic recovery, and sincerely cooperate in the recovery of other countries, in any way dependent upon them. Surely those countries which are most willing to meet these requirements are most likely to get any financial assistance from abroad. But it should never be forgotten that there is a solidarity between all

K 2



Mais on ne doit pas oublier qu'il y a un lien de solidarité entre tous les pays nécessiteux, dans la mesure où l'aide de l'étranger dépend d'une restauration générale des conditions normales.

Le problème des emprunts pour la reconstruction est, dans bien des cas, lié à la question de l'indemnité. Tout d'abord, il doit être très difficile de se procurer des fonds pour la restauration économique de l'Allemagne tant qu'il n'y a pas de garantie que ces emprunts ou leur produit ne seront pas affectés, prématurément, à des paiements relevant de l'indemnité. Il y a évidemment lieu d'ajourner les demandes d'indemnité en attendant que les emprunts pour la restauration de la vie économique en Allemagne aient atteint leur but du moins dans une mesure raisonnable. Une préférence doit évidemment être accordée aux emprunts consentis pour aider un débiteur ruiné à se remettre sur pied et à lui fournir ainsi la possibilité de payer.

Il est également important que les obligations de l'Allemagne, sur le chapitre indemnités, soient fixées. Ceci nécessite un accord en vue de paiements annuels durant une période définie, en rapport avec la capacité de paiement de l'Allemagne. Mais on doit étudier avec soin la manière dont ces paiements seront réellement effectués ; l'erreur habituelle de parler de paiements comme de simples chiffres, est dangereuse et doit être évitée. La capacité de paiement de l'Allemagne est, en elle-même, une question indéterminée tant qu'on n'aura pas décidé le traitement à imposer à l'Allemagne. Si tout avait été fait, pour faire renaître l'industrie et le commerce de l'Allemagne immédiatement après l'armistice, l'Allemagne aurait certainement été à même de payer, pendant une certaine période d'années, une somme très importante. D'autre part, si les Puissances victorieuses croient qu'il est plus avantageux d'écraser l'Allemagne économiquement, ils n'auront aucune difficulté à le faire, d'une façon si complète que l'Allemagne sera tout à fait incapable de payer de nouvelles indemnités. Si, entre ces deux extrêmes, un parti moyen doit être pris, il est essentiel de savoir précisément ce qu'il en sera. Une réponse nette à cette question est du plus haut intérêt, non seulement pour l'Allemagne, mais aussi pour les Puissances réclamant l'indemnité, ainsi que pour les prêteurs qui peuvent être appelés à donner leur argent dans le but de rétablir en Europe une vie économique solide et efficace. Dans la question d'indemnité comme dans celle des emprunts internationaux, il est essentiel de reconnaître d'une façon générale que les fonds que l'on espère atteindre doivent être puisés dans les revenus futurs, non pas dans des capitaux accumulés, et que ces revenus représenteront nécessairement le résultat de la production et du commerce.

On croit souvent qu'un montant fixe d'indemnité pourrait être escompté et ainsi converti immédiatement en argent disponible. Ceci impliquerait que les prêteurs accepteraient de souscrire à un emprunt international garanti par l'indemnité. Ce plan serait peut-être concevable, si des garanties complètes pour la liberté du développement économique du pays responsable de l'indemnité étaient données et si un grand pays prêteur, par exemple les États-Unis, se croyait ainsi suffisamment assuré de compensation,

necessitous countries in so far as assistance from the outside world is dependent upon a *general* restoration of sound conditions.

The problem of loans for reconstruction is in many ways interwoven with the indemnity question. First, it must be very difficult to raise any considerable sums abroad for the economic restoration of Germany as long as there are no sufficient guarantees against such loans or their fruits being prematurely absorbed for indemnity payments. There is obviously a need for some postponement of indemnity claims until the loans for restoration of economic life in Germany have achieved their end to a reasonable extent ; and clearly some preference has to be given to loans furnished to help a ruined debtor to his feet and thus to make him able to pay.

It is also important that the obligations of Germany under the title of indemnity should be fixed. This involves that some scheme for yearly payments for a definite period should be fixed in relation to Germany's capacity to pay. But the question how such payments are actually to be made must be carefully looked through ; the usual fault of talking of payments as merely figures is dangerous and must be avoided. Germany's capacity to pay is in itself an undetermined question as long as the way in which Germany is going to be treated is not clearly decided upon. Had everything been done, immediately after the Armistice, to revive German industry and trade, Germany would certainly have been capable of paying, during a period of years, a very substantial sum. On the other hand, if the victorious Powers think it more in their interests to crush Germany economically, they will have no difficulty in doing that so thoroughly that Germany's capacity to pay further indemnity will be practically nil. If between these two extremes a middle way is to be taken, it is all-important to know precisely which. A definite answer to this question is of the greatest interest, not only for Germany, but for the Powers claiming indemnity, and, not least, for the lenders who may be called upon to give their money to the task of restoring soundness and effectivity to European economic life. In the question of indemnity as in that of international loans, it is essential that it should be generally recognised that the money which can be expected to come forward has to be taken out of future income, not of any accumulated capital, and that income represents necessarily the results of production and trade.

It is often believed that a fixed sum of indemnity could be discounted and thus turned into immediately available money. This would involve that lenders could be found willing to offer an international loan on the security of the indemnity. There would perhaps be something to say for such a plan if full guarantees were given for the free economic development of the country responsible for the indemnity, and if a great lending country—say, for instance, the United States—on such ground could see itself reasonably secured



non seulement pour l'emprunt d'indemnité, mais aussi pour les vastes sommes qu'il lui serait nécessaire de placer dans le pays débiteur, en vue de le développer à sa plus haute capacité. Cependant, en fait, les perspectives de résoudre ainsi la question n'existent pas. Pour les prêteurs particuliers, sans de pareilles garanties, l'escompte de l'indemnité serait clairement une mauvaise affaire, car on dispenserait ainsi de toute anxiété au sujet de l'avenir économique du pays débiteur les pays réclamant l'indemnité, tandis que le pays débiteur resterait sous leur contrôle militaire et même, dans une certaine mesure, économique. L'impossibilité d'une telle solution devrait être assez claire.

En somme, il ne semble y avoir aucune raison de lier la question de l'indemnité à celle de la recherche de garanties pour l'emprunt international dont les pays victorieux ont besoin. L'endos d'une maison qui a, de toute évidence, été anéantie et ruinée n'ajoute généralement pas grand chose à la valeur d'un effet; et certainement, la perspective de devenir une sorte de cointéressé à la liquidation de l'indemnité allemande ne constitue pas un attrait nouveau pour l'étranger qui souscrit à des emprunts des pays vainqueurs.

of compensation, not only for the indemnity loan but also for the vast sums it necessarily would have to invest in the debtor country in order to develop it up to its highest capacity. As a matter of fact, however, the prospects of a solution of the question on such lines are practically none. For private lenders without any such guarantee it would clearly be bad business to discount the indemnity, thus relieving the countries claiming indemnity from all anxiety as to the economic future of the debtor country, while the latter would remain under the military, and therefore also, to an undetermined extent, under the economic control of the former. The impossibility of such a solution ought to be clear enough.

On the whole, there seems to be no reason why the indemnity should be mixed up with the question of finding security for the international loans which the victorious countries are in need of. The name of a firm which is admittedly crushed and ruined does not generally add much to the security of a bill; and certainly the prospect of being made something of a co-partner and co-executor in the German indemnity does not add anything to the attractiveness for outside lenders of loans to the victorious countries.

(4) MEMORANDUM SUR LES  
CREDITS, LA CIRCULATION ET  
LES FLUCTUATIONS DES CHANGES.

Par le Professeur A. C. PIGOU  
Professeur d'Economie Politique, King's College, Cambridge

(4) MEMORANDUM ON  
CREDIT, CURRENCY AND  
EXCHANGE FLUCTUATIONS

By A. C. PIGOU

MEMOIRE PREPARE A LA DEMANDE DU  
SECRETARIAT DE LA SOCIETE DES  
NATIONS.

Ce mémoire est divisé en trois parties traitant respectivement des crédits, de la circulation et des fluctuations des changes. La première apporte des conclusions qui peuvent impliquer une action internationale; la deuxième et la troisième regardent principalement la politique intérieure des diverses nations.

I.—CREDITS.

1. Par suite de la destruction et du désordre causés par la guerre, les produits nécessaires à la consommation et les matières nécessaires à la constitution des principaux moyens de production sont en déficit dans le monde entier. Il ne peut être remédié à ce déficit qu'en combinant l'augmentation de la production et l'économie dans la consommation.

2. Outre le déficit mondial général (modéré) il existe également dans certaines parties du monde un extrême déficit local. Des ressources sont retenues à certains endroits pour satisfaire des besoins secondaires et peut-être pour contribuer à une production très limitée, alors que ces mêmes ressources transférées en un autre lieu pourraient y satisfaire des besoins essentiels ou contribuer à une production importante. Ce manque complet de correcte répartition, qui est en soi un mal additionnel à celui du déficit général, a ainsi pour effet d'empêcher ce déficit d'être réparé aussi rapidement qu'il se pourrait.

3. A l'exception des dons gratuits, le seul moyen de surmonter un extrême déficit local consiste à emprunter aux étrangers dont la situation est plus fortunée. Dans des conditions normales il faudrait s'attendre à ce que de tels emprunts soient assurés, lorsqu'ils sont nécessaires, par des entreprises privées agissant dans le but d'un profit économique. Mais dans les conditions actuelles, la situation politique incertaine de plusieurs des pays nécessaires, l'instabilité de la circulation et la difficulté de fournir des garanties suffisantes pour les remboursements ont mis les procédés normaux d'emprunts à l'étranger hors d'état de fonctionner. Il est de première importance que les mesures nécessaires pour écarter ces obstacles qui empêchent le retour aux procédés économiques normaux soient prises le plus tôt possible, mesures dont quelques-unes sont indiquées plus loin au cours de ce mémoire.

4. Il est cependant impossible d'éviter qu'un certain temps ne s'écoule avant que ceci puisse être entièrement accompli, et les besoins sont urgents. Par conséquent, pour pourvoir à ces besoins du moment, des mesures se substituant aux procédés normaux doivent être prises. Quelque chose peut être fait et l'a déjà été par l'envoi en Autriche de matériaux destinés à être travaillés pour le compte de l'étranger, et en leur faisant d'autres formes de prêts privés, en nature.

MEMORANDUM PREPARED AT THE REQUEST  
OF THE SECRETARIAT OF THE LEAGUE  
OF NATIONS.

This memorandum is divided into three parts dealing respectively with Credits, with Currency, and with Exchange fluctuations. The first raises issues that may involve international action; the second and third have to do in the main with the internal policy of the several nations.

I.—CREDITS.

1. As a result of the destruction and confusion wrought by the war, goods for consumption and goods for the construction of capital equipment are in short supply throughout the world. This general shortage can only be remedied by a combination of enhanced production and economy in consumption.

2. Over and above the general (moderate) world shortage there are also in certain places extreme local shortages. Resources are retained in one place to satisfy a quite subordinate need and, perhaps, to produce quite a small yield, which, if they could be transferred to another place, would satisfy an essential need or produce a very large yield. This failure of distribution, which is in itself an evil additional to that of the general shortage, thus reacts in turn to prevent that shortage from being corrected as quickly as it might be.

3. Apart from free gifts, the only way in which extreme local shortages can be overcome is by loans from more fortunately situated foreigners. In normal conditions it might be expected that such loans would be provided, when needed, by private enterprise acting under the motive of economic profit. In present conditions, however, the insecure political position in many needy countries, the instability of currencies and the difficulty of providing adequate security for the repayment of loans have thrown the normal processes of foreign borrowing out of gear. It is of the first importance that the necessary measures, some of which are referred to in later sections of this Memorandum, to remove these obstacles to normal economic processes, shall be taken at the earliest possible moment.

4. It is inevitable, however, that before this can be fully accomplished some time must elapse; and the need is urgent. Consequently, to meet the needs of the moment, some substitute for these normal processes must be provided. Something can be and has been done by sending materials to be worked up on foreign account to Austria and by other forms of private loans in kind. It is generally felt, however, that measures of this character are not sufficient; and

Mais il se trouve généralement que des mesures de cet ordre ne sont pas suffisantes ; et il a été proposé en conséquence d'organiser un emprunt international contrôlé et réparti sur la base de l'intérêt général. Ce n'est pas à un économiste de rechercher si un tel emprunt est politiquement réalisable en ce moment. Mais si cet emprunt est tenu pour possible, trois choses devront être déterminées : (1) La méthode à employer pour lever l'emprunt ; (2) les principes à suivre pour en distribuer le produit ; (3) les conditions à imposer au sujet des crédits à octroyer.

5. Il existe trois méthodes alternatives principales de lever un emprunt avec sanction internationale : (1) Il peut être mis en souscription sur les marchés du monde avec une garantie internationale ; (2) il peut être souscrit directement par certains des gouvernements qui sont financièrement solides ; (3) ou bien l'autorité administrative peut émettre des bons garantis que les gouvernements emprunteurs pourront alors vendre sur le marché. Ces différents moyens vont être examinés tour à tour.

6. Il existe une sérieuse difficulté, dans les conditions actuelles, pour la première méthode. Il serait à peine possible à une institution comme la Société des Nations d'offrir pour un emprunt à garantie internationale un intérêt supérieur à 5 pour cent, ou tout au plus à 6 pour cent. A ce taux, il est, très douteux qu'un emprunt puisse être souscrit suffisamment, vu les opportunités pour placements très profitables en affaires qui s'offrent un peu partout. Or ce serait un très grave désastre que d'essayer un emprunt international et d'échouer encore pire d'arriver à un fiasco.

7. La deuxième méthode—consistant en ce que l'emprunt soit, dans des proportions à être fixées par accords, souscrit par les gouvernements des pays économiquement les plus solides—surmonterait cette difficulté. Mais pour fournir les fonds nécessaires à cette souscription, les gouvernements souscripteurs auraient à lever ces fonds dans leurs propres pays, soit par voie d'impôts, soit par voie d'emprunts nationaux souscrits par les habitants de ces pays, soit finalement par création de crédits de banques, qui constitue en effet l'imposition d'une taxe déguisée, proportionnelle aux revenus. Comme, dans les conditions actuelles, il est probable que c'est à cette dernière méthode qu'il faudrait en pratique recourir principalement, les plus forts gouvernements hésiteraient naturellement à signer aucune importante souscription directe à une caisse internationale.

8. La troisième méthode est en substance celle présentée par Monsieur Delacroix. Dans cette méthode l'autorité donnant la garantie ne leverait aucune souscription ; elle émettrait des bons à intérêt, garantis en premier lieu par le Gouvernement emprunteur au moyen de la garantie de paiement qui peut être accompagnée de garanties collatérales, et en second lieu par l'autorité internationale. Ces bons seraient alors délivrés, par le Gouvernement à qui un emprunt a été octroyé, comme moyens de paiement des achats à l'étranger. Ceci veut dire en réalité que ces bons seraient vendus contre espèces soit au public soit à des banquiers des pays plus riches. Ce plan a l'avantage qu'il ne peut guère aboutir à un fiasco. L'on a pratiquement la certitude de pouvoir vendre des bons de cette espèce à un prix quelconque. Il est donc certain que des fonds pourraient être réellement

proposals have therefore been made for the organisation of an international loan controlled and distributed in the general interest. Whether a loan of this kind is feasible politically at the present time it is not an economist's business to enquire. If, however, it is held to be feasible, three issues will have to be determined : (1) the method to be employed in raising the loan ; (2) the principles to be followed in distributing the proceeds of it ; (3) the conditions to be imposed in connection with grants made from it.

5. There are three principal alternative methods under which a loan with international sanction might be raised : (1) it might be offered for subscription on the markets of the world under an international guarantee ; (2) it might be subscribed directly by certain of the financially stronger governments ; or (3) the administrative authority might issue guaranteed bonds to borrowing governments which these borrowers could then sell upon the market. These plans will now be considered in turn.

6. In the way of the first of them, there is, under present conditions, a serious difficulty. It would hardly be possible for a body like the League of Nations to offer, on an internationally guaranteed loan, a higher rate of interest than 5 per cent. or at the very utmost 6 per cent. But at this rate there is grave doubt whether, in the face of the very profitable openings for business investment everywhere available, a loan would be adequately subscribed. For an international loan to be attempted and fail—still worse to prove a fiasco—would be a very grave disaster.

7. The second plan, for the governments of the economically stronger countries themselves to subscribe the loan in proportions agreed upon would get over this difficulty. But to provide funds for this subscription the subscribing governments would need to raise them in their own countries, either by taxation or by means of national loans from their own public or by the creation of bank credits, which implies the imposition of concealed taxation proportioned to income. As in present conditions it is probable that this last method would in practice have chiefly to be resorted to, the stronger governments would naturally hesitate to make any very large direct subscriptions to an international fund.

8. The third plan is in substance that submitted by M. Delacroix. Under this plan the guaranteeing authority would not raise subscriptions at all, but would emit interest-bearing bonds, secured in the first place on the pledge of repayment, accompanied perhaps by collateral, of the borrowing governments, and in the second place by the guarantee of the international authority. These bonds would then be issued by the government to which a loan had been granted as means of payment for foreign purchases. This means, in effect, that they would be sold for cash either to members of the general public or to bankers in stronger countries. This plan has the advantage that it cannot well end in a fiasco. Bonds of this kind are practically bound to be saleable at a price. It is thus certain that funds really would be raised for the countries in need. If the League of Nations

obtenus par ce moyen pour les pays qui en ont besoin. Si la Société des Nations émettait un emprunt à 5 pour cent. par souscriptions il se pourrait que l'on n'obtienne presque aucun rendement ; mais si la Société émet en fait des bons à 5 pour cent. et les offre sur le marché, non à un prix fixe mais bien au prix que le marché lui-même veut fixer, on est certain d'obtenir un rendement. Si les bons étaient vendus sur le marché à un prix inférieur au pair, le Gouvernement emprunteur aurait bien entendu à payer pour la facilité ainsi accordée un taux net d'intérêt dépassant d'une valeur correspondante le taux nominal porté par le bon. Ceci cependant serait simplement la marque du fait que le capital est très cher. Excepté par voie de dons, chose qui n'est pas présentement en question, les pays en difficulté ne peuvent pas raisonnablement s'attendre à obtenir du capital à de meilleures conditions que celles permises par une souscription sous garantie internationale.

9. Si les conditions régissant des emprunts organisés sous garantie internationale étaient suffisamment strictes, le risque couru par ceux qui se portent garants ne serait pas très considérable. Il serait cependant nécessaire de définir strictement les conditions de la garantie et de déterminer la limite des responsabilités de chacun des Gouvernements qui y participent.

10. Le deuxième problème indiqué à la fin de l'alinéa 4 consiste à déterminer les principes qui devront être suivis dans la répartition de l'emprunt levé par voie internationale. Naturellement, les principaux *criteria* devraient être, pour les emprunts de consommation, l'urgence des besoins, et, pour des emprunts de production, la productivité probable dans un avenir rapproché. Compte devra être tenu du fait que certains pays sont tellement à court de matériaux que leur équipement de travail et de fabrication ne peut être mis en œuvre, et que par conséquent une importante quantité de force productrice reste involontairement inemployée ; compte devra aussi être tenu du fait que d'autres pays, quoique possédant peut-être des matières premières, sont à court de machines, d'outils de fabrication, d'instruments agricoles, etc., de telle sorte que leur travail ne peut pas être appliqué d'une façon réellement effective à leurs ressources matérielles et naturelles ; et enfin il faudra prendre en considération le fait que d'autres pays encore sont tellement à court de moyens de transport, de lignes de chemins de fer suffisamment remises en état, de wagons, de locomotives et de pièces de rechange nécessaires, que telles ressources qu'ils pourraient avoir ou recevoir en nourriture, matériaux (y compris charbon), etc., ne peuvent pas être amenés sans de considérables retards aux endroits où le besoin s'en fait sentir le plus. Il faudrait donc constituer ainsi la liste : (1) Produits d'alimentation jusqu'au minimum nécessaire pour conserver la puissance de travail ; (2) instruments agricoles pour permettre de produire des produits d'alimentation sur place jusqu'à un certain minimum ; (3) matériaux pour permettre aux usines de travailler jusqu'à un certain minimum ; (4) machinerie pour les usines qui n'en ont plus. Ces éléments auraient priorité sur toutes les autres choses, comme étant des conditions immédiates de productivité. Alors pourrait entrer en ligne le travail de longue haleine pour restaurer les régions qui ont été tellement dévastées qu'aucun résultat effectif ne peut en être attendu avant quelques années ; travail consistant à rebâtir les usines,

issued a 5 per cent. loan for subscription, there might be hardly any response, but if it in effect issues 5 per cent. bonds and offers them on the market, not at a fixed issue price, but at whatever price the market decides to pay for the bonds, there is bound to be a response. If the bonds sold in the market at less than par, the borrowing government would, of course, have to pay for the accommodation thus obtained a net rate of interest correspondingly in excess of the nominal rate borne by the bond. This, however, would merely register the fact that capital is very dear. Except by way of gift, which is not now in question, countries in difficulties cannot reasonably look to obtain capital on terms better than these on which it will be subscribed under an international guarantee.

9. If the conditions of loans operated under an international guarantee were made sufficiently stringent, the risk to the guarantors would not be very large. Nevertheless it would, of course, be necessary to define strictly the terms of the guarantee and to determine the limit of liability of each guaranteeing government.

10. The second problem distinguished at the end of paragraph 4 was that of determining the principles in accordance with which the internationally raised loan should be distributed. Plainly the leading criteria must be, for consumption loans, urgency of need, and for production loans, probable productivity in the near future. Account must be taken of the fact that certain countries are so short of materials that their labour and factory equipment cannot be got to work, and that therefore, a large mass of productive power is involuntarily idle ; that others, while perhaps possessing raw material are short of machines, factory tools, agricultural implements and so forth, so that their labour cannot be applied to their material and natural resources in a really effective manner ; and that yet others are so short of the apparatus of transport, adequately repaired railway lines, wagons, engines and the necessary spare parts that such resources in food, material (including coal), and so forth as they have or receive cannot be taken without prolonged delays to the places where it is most wanted. Thus there would be scheduled : (1) food up to a minimum required to conserve working power ; (2) agricultural implements to enable food to be produced at home up to a minimum ; (3) material to enable factories to get to work up to a minimum ; (4) machines for depleted factories. These things would take precedence of everything else as being the conditions precedent to productivity. Then might come long period work to restore regions so devastated that no effect can be produced for some years ; to rebuild factories or build new ones, and so on. Statistical enquiry would have to be made to determine the amount of the needs of the several countries under the different categories. The distribution of available funds would have in the main to be based upon the result of this enquiry. Essential food needs and needs for capital required to set existing capital working should in the general interest be satisfied before the needs for restoration and rebuilding of devastated areas, the

à en construire de nouvelles, et ainsi de suite. Des informations appuyées par des statistiques auraient à être prises pour déterminer l'importance des besoins des différents pays de chaque catégorie. La répartition des fonds devrait être principalement basée sur le résultat de ces informations. Les besoins essentiels de nourriture et les besoins de capitaux nécessaires pour mettre au travail le capital existant devraient dans l'intérêt général être satisfaits avant les besoins se rapportant à la restauration et reconstruction des régions dévastées, dont la remise en état effective prendra nécessairement longtemps.

11. Reste la question des conditions à imposer au sujet des prêts. Il est évident qu'aucune concession de fonds ne devrait être accordée sauf pour achat de produits essentiels, de nourriture indispensable, de matières premières pour l'industrie, d'équipement de transport ou d'équipement mécanique pour usines et exploitations agricoles. Cette condition pourrait cependant n'être pas toujours suffisante. Un emprunt fait pour de tels achats pourrait très bien être employé de sorte que les ressources propres des pays emprunteurs soient gaspillées dans des buts non essentiels qui, n'eût été l'emprunt, auraient dû être temporairement abandonnés en vue de répondre à des besoins essentiels. Dans ce cas, quoiqu'en apparence l'emprunt soit attribué à des besoins essentiels, il ne le serait pas en réalité. De plus strictes conditions pourraient conséquemment être jugées nécessaires dans certaines occasions.

Il va de soi qu'une certaine liberté devrait être laissée en cette matière à l'autorité mise en charge de l'administration de l'emprunt, et il ne peut par conséquent pas être suggéré que les mêmes conditions auraient à être imposées au sujet de chaque concession. Quoiqu'il en soit, il peut paraître utile de passer en revue certaines conditions qui se présentent tout naturellement d'elles-mêmes comme convenables.

(A) Premièrement, comme condition d'une concession de l'emprunt international, l'autorité qui l'administre devrait exiger que l'Etat emprunteur prenne des mesures pour s'assurer que ses nationaux ne sont pas au même moment engagés à effectuer des emprunts ou des placements à l'étranger.

Les placements de capital à l'étranger peuvent être arrêtés par une prohibition directe de concéder des emprunts à des étrangers ou de prendre des actions dans des sociétés étrangères. Il serait également nécessaire d'interdire l'achat à des étrangers d'actions existantes, qu'elles soient de sociétés étrangères ou de sociétés du pays. Le même résultat pourrait être atteint autrement en (1) prohibant l'exportation de toutes sécurités excepté contre produits, et (2) prohibant l'exportation de produits, excepté à condition que la contre-valeur soit fournie en produits ou en change étranger dans un délai limité (Grèce), l'usage de ce change étranger n'étant permis ensuite qu'aux importateurs de produits essentiels.

(B) Secondement, il semble raisonnable que les emprunts soient rendus dépendants de ce que les pays emprunteurs conservent pour des achats essentiels, le change étranger qu'ils ont entre les mains soit par suite de paiements pour exportation de leurs

effective renewal of which would necessarily take a long time.

11. There remains the problem of the conditions to be imposed in connection with the loans. It is evident that no grants should be made except for the purpose of purchasing essential articles, necessary food, raw material for industry, transport equipment or the mechanical equipment of factories and farms. This condition would not, however, always be sufficient. A loan made for the purchase of these things might be so used as to enable the home resources of borrowing countries to be wasted in unessential purposes, which, but for the loan, would have had to be postponed in favour of efforts to meet essential needs. In this way, though in form the loan would be devoted to essential needs, in reality it would not be. Further conditions might therefore be found on occasions to be necessary.

It goes without saying that some discretion on this matter would have to be left to the authority entrusted with the administration of the loan, and it is not, therefore, suggested that the same conditions should be imposed in connection with every grant. Nevertheless, it may be useful to pass in review certain conditions which naturally suggest themselves as appropriate.

(A) First, as a condition of a grant from the international loan, the administering authority should require the borrowing country to take means to ensure that its citizens are not at the same time themselves making loans or investments abroad.

Investment of capital abroad may be stopped by direct prohibition against making loans to foreigners or taking up shares in foreign companies. It would be necessary also to forbid the purchase from foreigners of existing shares, whether in foreign or in domestic companies. The same result could be achieved otherwise by (1) prohibiting the export of any securities except against goods, and (2) prohibiting the export of goods except on condition that the proceeds shall be brought in either goods or in foreign exchange within some limited time (e.g. in Greece), the foreign exchange thereafter only being made available to importers of essential goods.

(B) Secondly, it seems reasonable that loans should be conditional on the borrowing countries conserving such foreign exchange as they hold either in payment for exports of their goods, or for the sale abroad of securities held by their citizens

produits, soit par suite de vente à l'étranger de sécurités en la possession de leurs nationaux. Cette condition pourrait être rendus par prohibition des importations d'objets de luxe; et, si nécessaire, par l'obligation imposée à toute personne recevant du change étranger, de le vendre à un office central qui à son tour le revendrait exclusivement à des personnes signant contrat de n'apporter par importation que des produits appartenant à la liste des produits essentiels. Il est bon de remarquer cependant qu'une politique de prohibition de l'importation des objets de luxe *pourrait* se retourner contre son propre dessein, à moins qu'elle ne soit accompagnée d'une politique de prohibitions semblables contre la production, dans le pays même d'objets de luxe à être consommés dans le pays. En effet, si la seule mesure consistait à interdire l'importation d'objets de luxe, les gens riches désireux d'obtenir des produits de cette sorte pourraient offrir de gros prix pour des variétés fabriquées dans le pays. Dans certains cas cela en arriverait à ce que le coût réel, en capital et travail, que représenteraient ces objets fabriqués à l'intérieur serait plus grand que celui de la fabrication des exportations avec lesquelles on les achetait auparavant. Il pourrait arriver par conséquent que la prohibition de l'importation des objets de luxe cause une chute des exportations bien plus considérable que celle correspondant au montant précédemment employé à acheter ces objets; de sorte que, comme résultat final de la prohibition, le pays deviendrait moins (au lieu de plus) capable d'acheter à l'étranger les choses qui lui sont vraiment nécessaires. Ces considérations démontrent que les raisons pour lesquelles on établirait comme condition de l'assistance internationale une prohibition d'importation d'objets de luxe qui ne serait pas accompagnée de législation somptuaire sont moins fortes qu'elles ne le paraissent à première vue.

(C) Troisièmement, dans les conditions particulières du moment, il est une troisième forme de gaspillage des ressources qu'il pourrait être utile de prévenir au moyen des conditions posées pour un emprunt. En Allemagne et en Autriche, par suite d'une chute des taux de change hors de proportion avec la hausse des prix intérieurs, des individus gagnent à vendre des produits à des étrangers pour l'exportation à un prix très inférieur à la valeur qu'ils ont à l'étranger. Il est donc clair que ce qu'il faut en pareil cas ce n'est pas prohiber les exportations, mais bien réglementer les ventes d'exportation de manière à ce qu'elles soient faites à des prix concordant à peu près avec ceux du marché mondial, le profit spécial réalisé ainsi en monnaie du pays étant prélevé par le Gouvernement sous forme de taxe d'exportation ou autrement.

(D) Quatrièmement, il ne peut pas faire partie du rôle d'un organe établi par la Société des Nations de

for essential purchases. This condition could be enforced by the prohibition of luxury imports and, ultimately, by compulsion upon all receivers of foreign exchange to sell it in a central institution which, in turn, would only re-sell to persons contracting to bring in imports scheduled as essential. It should be pointed out, however, that a policy of excluding luxury imports *may* defeat its own purpose unless it is accompanied by a similar prohibition against the home manufacture of luxury goods for home consumption. For, if nothing were done except to prohibit the import of luxuries, rich people desirous of these or similar things might offer high prices for home varieties of them. In certain circumstances this would mean that the real cost in capital and labour involved in getting them by direct manufacture would be bigger than the real cost of making the exports with which they used to be bought. It might happen, therefore, that a prohibition of luxury imports would cause exports to fall off by more than the amount formerly employed to buy the luxuries; so that, as a final result of the prohibition, the country would be less, and not better, able to buy necessities for itself abroad. These considerations show that the case for making a prohibition of luxury imports unaccompanied by general sumptuary legislation, a condition of international assistance, is less strong than it appears to be at first sight.

(C) Thirdly, in the particular conditions of the present time there is a third form of waste of resources which it may be well to preclude in the conditions of a loan. In Germany and Austria, owing to an exchange collapse out of proportion to the rise of domestic prices, it pays individuals to sell goods to foreigners for export at very much less than their foreign value. Clearly here what is required is not, indeed, to prohibit exports, but to ensure that export sales are made at prices roughly corresponding with the world market, the special profit in domestic currency being taken in an export tax or otherwise by the government.

(D) Fourthly, it can be no part of the duty of a body set up by the League of Nations indirectly to



faire indirectement les frais d'une guerre ou d'une organisation militaire. Par conséquent, la théorie est de mise qu'aucun emprunt ne devrait être accordé à une Nation engagée dans une guerre ou dans "des préparatifs militaires déraisonnables." Dans la pratique, cependant, le problème consistant à décider quelles préparations sont en fait "déraisonnables" présenterait souvent d'insurmontables difficultés. Le même genre de difficultés se présenterait dans le cas où l'on voudrait imposer, par exemple, la condition que le Gouvernement emprunteur devra prendre des mesures raisonnables pour équilibrer son budget ou pour arrêter l'augmentation de sa circulation.

- (E) Finalement, les emprunts devraient être en valeur-or, et non en valeur de la monnaie du pays emprunteur. Les intérêts payables sur un tel emprunt devraient, aussi bien que le principal, être exempts de toute taxe dans le pays emprunteur aussi longtemps qu'ils seraient détenus par des étrangers. Ces emprunts devraient avoir préférence sur, ou au moins rang égal avec les autres dettes des Gouvernements emprunteurs. Dans certaines circonstances un droit de rétention sur les douanes ou sur les entreprises industrielles pourrait être requis comme garantie du paiement des intérêts dûs sur un tel emprunt.

## II.—CIRCULATION.

1. Pendant la guerre, les Gouvernements belligérants incapables ou peu disposés à obtenir par voie d'impôts ou d'emprunts publics toutes les ressources dont ils avaient besoin pour la conduite de la guerre, ont eu recours à l'établissement de larges crédits en leur faveur de la part des banques. Le résultat, quand ces crédits étaient employés en faisant des achats fut de forcer une hausse des prix, diminuant ainsi la valeur réelle de tout revenu représenté par une somme fixe de monnaie et transférant au Gouvernement la valeur réelle ainsi soustraite. C'est de la sorte que la création de crédits de banque en faveur du Gouvernement revenait en fait à l'imposition sur tous les citoyens d'une taxe déguisée proportionnelle à leurs revenus. La création de crédits suffisants pour forcer une hausse des prix de 10 pour cent. avait pour effet de transférer du public au Gouvernement, la même valeur de ressources réelles qu'aurait transférée un impôt général sur le Revenu de 9 pour cent (à peu près) imposée sans aucun dégrèvement pour charges de famille, sans distinction entre revenu produit du travail et revenu produit de placements, et sans aucune échelle proportionnant les taux à l'importance des revenus.

2. Les crédits ouverts par les Banques au Gouvernement étaient transférés par suite des dépenses du Gouvernement aux comptes en Banque des personnes qui y participaient. Le montant total des comptes de banque était par là même, augmenté, et comme les prix augmentaient aussi simultanément, le public réclamait plus d'argent sous forme de monnaie légale. Les titulaires de comptes de banque avaient naturellement tendance à tirer de l'argent de ces comptes sous forme de monnaie jusqu'à ce que le rapport entre le solde de leurs

finance war or the upbuilding of military establishments. It may well be held, therefore, that no loan should be made to a nation engaged in war or in "unreasonable military preparations." In practice, however, the task of deciding what preparations are in fact unreasonable, would often present insuperable difficulties. The same sort of difficulty attaches to the imposition of such a condition as that a borrowing government must be taking reasonable means to balance its budget or to check the expansion of its currency.

- (E) Finally, the loans would have to be in terms of gold and not of the borrowing country's currency. The interest payable on them, as well as the principal, would have to be exempt from all taxation in that country so long as they were held by foreigners. They would have to take precedence over, or at least to rank with, other debts of the borrowing governments. In some circumstances a lien on customs or on industrial concerns might be required as security for the payment of the interest due on them.

## II.—CURRENCY.

1. During the war the belligerent governments, being unable or unwilling to obtain all the resources they needed for the conduct of the war by taxation or loans from the public, had resort to large creations of credit in their favour by the banks. The consequence of these creations, when they were spent, was to force up prices, thus abstracting from the real value of all income represented by a fixed amount of money, and transferring the real value so abstracted to the government. Thus the creation of bank credits on behalf of government amounted in effect to the assessment of a concealed tax on all citizens proportioned to their income. Credit creations sufficient to force up prices by 10 per cent. transferred the same amount of real resources from the public to the government as would have been transferred by an (approximately) 9 per cent. general income tax, assessed without any allowance for family condition, distinction between earned income and investment income, or graduation of rates as between incomes of different amounts.

2. The bank credits created in favour of government were transferred by government expenditure to the bank balances of the persons to whom they were paid. The aggregate volume of bank balances was thus raised, and, prices also being raised, people asked for more money in the form of currency. They naturally tended to draw out their balance in the form of currency till the ratio between the balance and their currency holdings became again about what it was before. As their method of demanding currency was simply to write

comptes et la quantité de monnaie en leur possession redevenne à peu près ce qu'il était auparavant. Comme le procédé pour demander de la monnaie consistait simplement à tirer des chèques sur des comptes, les banquiers ne pouvaient pas les refuser. Mais vu la quantité de monnaie en main, ils auraient dû les refuser. Il s'ensuivit donc, comme conséquence nécessaire de l'établissement des avances bancaires aux Gouvernements que ces Gouvernements à leur tour étaient obligés de créer plus de monnaie à l'usage des banques. C'est ainsi que forcément, une augmentation de la circulation suivait pas à pas l'augmentation des crédits de banque.

3. Aussi longtemps qu'un Gouvernement continue à se financer par la création de crédits de banques, quatre effets sont inévitables. (1) Les prix continuent à monter et la circulation augmente ; (2) une taxe proportionnelle indirecte continue par cela même à être levée sur les revenus des citoyens ; (3) les personnes recevant des traitements ou des salaires voient leur revenu réel diminuer continuellement et une grave friction est créée par leurs efforts pour faire ajuster ces traitements ou salaires avec le prix sans cesse croissant de la vie ; (4) du revenu réel est sans cesse transféré des détenteurs d'obligations produisant un prix d'intérêt fixe aux porteurs d'actions ordinaires des mêmes sociétés.

Si une telle marche est poursuivie au delà d'un certain point, de bien plus graves conséquences peuvent être redoutées. La dépréciation continuelle de la monnaie mènera à un manque de confiance absolue en sa valeur, dans le pays lui-même. Le public commerçant hésitera par conséquent à vendre des produits contre de la monnaie qui, lorsqu'ils en viendront à la dépenser, pourra avoir diminué beaucoup de valeur. Ceci signifiera forcément un obstacle énorme pour le commerce, et le commerce étant ralenti il devra s'ensuire une crise correspondante de la production. Les producteurs agricoles par exemple, ne tenant pas à vendre du blé pour de la monnaie, et n'étant pas aisément en position de l'échanger directement contre des marchandises, seront tentés de n'en produire que la quantité suffisante pour leurs propres besoins.

En même temps que la perte de confiance se développera dans le pays, la défiance augmentera aussi probablement à l'étranger. Si cette défiance est à peu près au même degré que celle de l'intérieur les taux de change à l'étranger varieront, contre le pays concerné à peu près proportionnellement à la baisse des prix dans ce pays (par rapport aux prix étrangers). De telles "chutes du change" créeront des difficultés et tendront à nuire au commerce avec l'étranger à cause de l'insécurité qu'elles impliquent. D'autre part, il peut très bien se produire que la défiance de l'étranger pour la monnaie du pays soit sensiblement plus accusée que la défiance à l'intérieur. Ceci doit arriver plus particulièrement si de grandes quantités de la monnaie dépréciée a pu passer à l'étranger pour payer des importations ou pour d'autres causes, car alors les étrangers sauront que le retour de cette monnaie dans le pays d'origine pour achat de produits devra par lui-même contribuer à y forcer une hausse des prix. Si une telle chose arrive, le change déprécie plus qu'en proportion du mouvement correspondant des prix, comme c'est le cas en Autriche et en Allemagne et, d'une façon moins marquée, en Italie et en France. Une telle dépréciation du

cheques on their accounts it was impossible for bankers to refuse them. But with the existing amount of currency in their hands, they must have refused them. It followed therefore, as a necessary consequence of credit creations by banks in favour of governments, that governments in turn had to create new currency for the use of the banks. An expansion of the currency thus necessarily went hand in hand with the expansion of bank credits.

3. So long as any government continues to finance itself by the creation of bank credits, four results must follow : (1) prices within its area must continue to rise and currency to expand ; (2) a concealed proportionate income tax must continue to be levied on its citizens ; (3) persons in receipt of salaries and wages must continue to find their real income declining, while great friction is generated through their efforts to adjust their rate of pay to the rise in cost of living ; (4) real income must be continually transferred from the owners of debenture stock yielding fixed money interest to the owners of ordinary stock in the same companies.

If these processes are carried beyond a point still more serious consequences may be anticipated. A continued depreciation of the currency will lead to a general distrust of it at home. People will, therefore, hesitate to sell goods against currency, which, when they come to expend it, may have a much diminished value. This must mean a serious hindrance to trade, and, trade being hindered, there must follow a corresponding hindrance to production. Farmers, for example, not caring to sell wheat for money, and not being able easily to barter it directly for goods, will be tempted only to grow enough for their own requirements.

Alongside of the distrust at home there is likely to grow up also distrust abroad. If this is about equal in degree to the distrust at home, the foreign exchanges will move against the country roughly in proportion to the fall in prices there (relatively to foreign prices). This sort of exchange fall will be inconvenient and will hamper foreign trade because of the uncertainty it creates. But it may well happen that the distrust of the currency which arises among foreigners is markedly greater than the distrust at home. This is particularly likely to happen if a large amount of the depreciated currency has found its way abroad to pay for imports or for other purposes ; for foreigners will then know that the return of this currency in order to make purchases of goods, would of itself force prices higher. If it happens, the exchange will, as in Austria, Germany and, less markedly, in Italy and France, be depreciated more than in proportion to the relative price movement. This sort of depreciation of foreign exchange threatens an enormous enhancement in the real cost, in terms of its own products, at which the country suffering from it has to buy whatever it imports from abroad. This threat can only be prevented from realising itself by

change à l'étranger tend à augmenter énormément, en termes de ses propres produits, le prix réel auquel le pays qui en souffre doit payer tout ce qu'il importe. Cette menace ne peut être prévenue qu'en recourant à un contrôle compliqué et difficile de la part du Gouvernement des prix d'exportation.

*Cette accumulation de maux et de dangers apporte la preuve concluante qu'il est absolument nécessaire pour tout Gouvernement qu'il cesse le plus tôt possible de se financer par de nouveaux crédits de la part des banques.*

4. Cette mesure peut cependant n'être pas suffisante par elle-même. Le courant de dépréciation de la monnaie qui a été engendré par la finance par voie de crédits bancaires peut, à moins que d'autres remèdes encore ne soient appliqués, continuer par son propre élan même après que la cause initiale ait été supprimée. La plus importante source de danger est ici la dette flottante. Un Gouvernement peut non seulement avoir cessé de lever de l'argent par crédits bancaires, mais avoir également cessé tout emprunt et être sur la voie de se financer uniquement par impôts. Même alors il peut se trouver obligé parfois à créer de nouveaux crédits, comme seul moyen de rembourser des avances à court terme que le public refuse de renouveler. Pour autant que la dette flottante est possédée, non pas par le public, mais par des banques autres que la banque centrale, le Gouvernement peut être obligé, par un refus de renouvellement de la part de ces banques, de retomber sur la banque Centrale, mode d'action qui entraîne, par un enchaînement qu'il n'est pas nécessaire d'expliquer ici, la création d'une somme de crédits plus considérable que ne le ferait un recours à d'autres banques. Il n'y a aucun doute que l'offre d'un taux d'intérêt suffisamment élevé suffirait à assurer le renouvellement des dettes flottantes ; mais l'on aura une hésitation bien naturelle avant d'imposer des taux très élevés. Par conséquent, même quand tout emprunt net du Gouvernement a été arrêté, il est de première importance, en vue de s'assurer contre l'appel forcé à de nouveaux crédits, que les dettes flottantes soient autant que possible ou consolidées ou acquittées.

5. Cela même n'est pas tout. Une création de crédit peut avoir lieu tout aussi bien dans l'intérêt des emprunteurs privés que dans celui d'un Gouvernement. Le mouvement des prix et ses conséquences seront les mêmes si des crédits sont garantis, quel que soit l'emprunteur. En période normale les créations de crédits de toute sorte—privés aussi bien que gouvernementaux—sont limités selon l'épuisement des réserves que les banques accumulent pour fournir la monnaie nécessaire pour faire face à la hausse des prix, épuisement qui amène à son tour une augmentation du prix de la monnaie. Mais pendant la guerre, comme conséquence et condition inévitables de finance par crédits bancaires, il a été partout nécessaire d'abolir les conditions légales qui faisaient qu'une augmentation de la quantité de monnaie livrée au public signifiait une diminution de la quantité de monnaie disponible pour les réserves des banques. En d'autres termes, il est devenu légal pour les Gouvernements, opérant soit directement soit par l'intermédiaire des banques centrales, de créer de la nouvelle monnaie sans limite. Aussi longtemps que dure cet état de choses, il est possible que des crédits sans cesse plus considérables soient garantis à des emprunteurs privés, même si les avances au Gouvernement sont arrêtées. Les banques gagnent à prêter du capital *en monnaie* à un taux anormalement bas par rapport à celui qui peut être obtenu sur le marché du capital ; et les gens d'affaires ont par

recourt to an elaborate and difficult government control of export prices.

*This accumulation of evils and of dangers affords convincing proof that it is an urgent need for every government, at the earliest possible moment, to stop financing itself by the creation of further bank credits.*

4. This, however, may not prove by itself sufficient. The process of currency depreciation which finance by bank credit has started may, unless further remedial steps are taken, continue under its own momentum even after the initiating cause has been shut off. The most prominent source of danger here is floating debt. A government may not merely have stopped raising new money by bank credits but may have ceased borrowing altogether and be paying its way out of taxation. Even then it may, on occasions, find itself forced to new credit creations as the only means of repaying short term advances which the public refuse to renew. In so far as floating debt is held, not by the public but by the banks, other than the central bank, it may be forced by *their* refusal to renew, to fall back on the central bank, a course of action which, by processes which need not be set out here, leads to a greater aggregate credit creation than does resort to other banks. No doubt, the offer of a sufficiently high rate of interest for renewal of floating debts would in general suffice to secure renewal, but there will be natural hesitation to impose a very high rate. Hence, even when net government borrowing has stopped, in order to be safe against further credit creations, it is important that floating debts should, as far as possible, be either funded or paid off.

5. Even this is not all. Credit creation is possible on behalf of private borrowers as well as of government. The price movement and its sequel will be the same, if it takes place at all, irrespective of the parties on whose behalf the creation is made. In normal times, all sorts of credit creations, private and Government alike, are limited by the drain on bank reserves which they set up to provide currency to meet the enhanced prices, these drains leading in turn to a rise in the rates asked for money. During the war, however, as a necessary consequence and condition of finance through bank credits, it has everywhere been necessary to remove the legal conditions which caused an increase in the amount of currency handed to the public to mean a decrease in the amount available for bank reserves. In other words, it has become legal for governments, operating either directly or through the agency of central banks, to create new currency without limits. So long as this state of things continues, it is possible for continually growing credits to be created on behalf of private borrowers even though it is no longer being done on behalf of government. It pays the banks to lend capital *through money* at an abnormally low rate relatively to that at which it can be obtained in the capital market ; and it pays business men, therefore, to finance themselves through the banks by getting them to create credits rather than by getting the public

conséquent avantage à se faire financer par les banques sous forme de crédits plutôt qu'à amener le public à économiser volontairement et en connaissance de cause, des choses réelles. Cet état de choses ne pourrait pas continuer longtemps si l'on n'avait plus la liberté de créer des billets de banque à volonté. Une nouvelle mesure est donc nécessaire en plus de celles marquant cessation des emprunts gouvernementaux et consolidation ou repaiement de la dette flottante. Des mesures doivent être prises pour arrêter la création illimitée de crédits de banques à des emprunteurs privés. Ces mesures peuvent prendre la forme soit d'imposition de taux bancaires élevés, soit de prohibition légale de toute nouvelle émission de papier-monnaie. La première de ces deux méthodes (taux bancaires élevés) amènerait indirectement l'arrêt des émissions de papier, et la deuxième méthode (discontinuation des émissions de papier) amènerait l'imposition de taux bancaires élevés. Ce sont, en fait, deux voies menant au même but. Si l'inflation est en cours de croissance rapide, il peut être sage de commencer l'opération graduellement par la voie des taux bancaires, et puis de couronner le mouvement par une limitation légale des émissions de billets de banque.

6. Pour des pays dont une grande quantité de la monnaie est à l'étranger, entre les mains d'étrangers, à la suite d'achats contre livraison effective de papier-monnaie, il sera nécessaire d'associer d'autres mesures aux précédentes. Car cette monnaie détenue à l'étranger peut revenir s'écouler dans le pays et y produire la même sorte de résultats nuisibles qu'une nouvelle émission à l'intérieur. Il serait désirable en conséquence que toute cette circulation à l'étranger soit convertie en dette consolidée, les billets de banque en question étant retournés pour destruction au Gouvernement émetteur en échange de certificats de dette. Tant que cela n'est pas accompli, le simple arrêt de nouvelles émissions de papier n'amènera pas nécessairement l'arrêt de l'augmentation de la quantité des billets de banque qui circulent. Il est absolument désirable que toute nouvelle exportation de papier-monnaie soit interdite avec menace de pénalités sévères, de crainte que le mal que nous combattons ne se développe encore davantage.

7. Lorsque le courant de création illimité de crédits aura été arrêté par la discontinuation du régime gouvernemental de finance en moyens d'emprunts aux banques par la cessation de nouvelles émissions de billets de banque et par l'absorption du papier-monnaie détenu à l'étranger, alors on pourra s'attendre à ce que la hausse progressive des prix s'arrête et à ce que les taux du changes avec les pays qui sont au pair avec l'or cessent de déprécier (à moins que les prix en valeur or ne tombent eux-mêmes dans le monde entier). De plus, cet élément de dépréciation actuelle du change dans n'importe quel pays qui est basé non pas sur l'état relatif des niveaux des prix mais sur la défiance à l'étranger devrait alors se corriger sous peu. Il n'y a bien entendu aucune raison pour anticiper un retour à quelque chose de semblable aux taux d'avant-guerre ; mais le danger d'une dépréciation continue serait éliminé et une espèce de centre approximatif d'équilibre autour duquel les taux fluctueraient serait établi. Lorsque ce point aura été atteint, l'on pourra dire que les progrès de la "Maladie de la Circulation" auront été arrêtés. Mais rien de positif en fait de guérison n'aura été essayé ni aucune mesure n'aura été prise pouvant conduire à une politique constructive de la circulation.

voluntarily and knowingly to save real things. This state of affairs could not continue for any long period apart from the power to create notes freely. A further step, therefore, is required over and above the cessation of government borrowing and the funding or repayment of floating debt. Measures must be taken to stop the indefinite creation of bank credits on private behalf. This may take the form either of the imposition of high bank rates or of a legal prohibition of further manufacture of notes. The former method (high bank rates) leads indirectly to a stoppage of note manufacture ; and the latter method (the stoppage of note manufacture) leads to high bank rates. They are really two paths to the same end. If expansion is proceeding rapidly, it may be wise to begin operating through bank rates gradually, and then to crown the movement by a legal limitation upon note issue.

6. For countries which have a large volume of their currency abroad in the hands of foreigners, as a result of purchases made by actual delivery of paper money, further remedial measures need to be associated with the above. For this foreign-held currency is liable to flood into the country and so to produce the same sort of harmful effect as new issues of it would do. Consequently it is desirable that all such foreign-held currency should be converted into funded debt, being surrendered for destruction to the issuing government in return for the scrip. Until this is done the mere stoppage of more note creation does not necessarily lead to a stoppage in the growth of notes in circulation. It is plainly desirable to prohibit under stern penalties any future export of paper money lest the evil which we are combating should be reinforced.

7. When the process of indefinite credit creation has been stayed by the cessation of government finance by bank loans, the stoppage of further note issues and the absorption of paper money held abroad, it may be expected that the progressive rise of prices will be stopped and that the exchange rate with gold standard countries (unless gold prices throughout the world themselves fall) will cease to depreciate. Moreover, that portion of existing exchange depreciation in any country which is not warranted by the state of relative price levels but is due to foreign distrust should soon be corrected. There is not, of course, any reason to anticipate a restoration to anything like the pre-war rates ; but the danger of progressive depreciation would be eliminated and a sort of rough centre of equilibrium established, about which the rates would fluctuate. When this stage has been reached, the further advance of currency disease may be said to have been arrested. But nothing positive in the way of cure will have been attempted and no step will have been taken towards a constructive currency policy.

Les alternatives pratiques en présence desquelles se trouvera alors un pays qui a atteint ce point ou qui espère l'atteindre bientôt sont au nombre de trois : (1) se tenir pour satisfait des mesures négatives prises et ne rien tenter de plus ; (2) contrôler la circulation de manière à maintenir une parité entre elle et les choses en général ; (3) établir et maintenir une parité entre la monnaie et l'or.

La première de ces politiques, celle d'arrêter simplement les créations de crédits et de limiter les émissions des billets de banque, quitte à s'en tenir là, implique un divorce permanent entre la circulation monétaire et l'or. Avec une telle politique, il faudra comme mesure permanente ou bien rendre le papier-monnaie inconvertible, ou bien interdire l'exportation de l'or ou bien voir le stock entier d'or du pays partir pour l'étranger. De toutes façons, les prix dans un pays se trouvant dans ces conditions seront absolument divorcés d'avec les prix en valeur or dans le reste du monde, et les taux de change resteront par conséquent toujours susceptibles de variations importantes en fonction des changements des niveaux relatifs de prix, une telle incertitude ne pouvant qu'affecter sérieusement le commerce avec l'étranger. Cette politique n'a trouvé nulle part d'apport ouvert.

La politique consistant à contrôler les émissions de monnaie de manière à maintenir une parité, non pas avec l'or mais avec les choses en général, est théoriquement séduisante. Elle aurait le grand avantage de rendre fermes le prix à l'intérieur, quoique permettant au change avec les pays à l'étalon d'or de subir des fluctuations. Mais une telle politique n'est pas comprise à présent par le monde des affaires et elle demanderait pour être appliquée un Gouvernement fort et résolu possédant la confiance publique. Dans les conditions actuelles de difficultés et de défiance, elle serait à peine praticable excepté peut-être aux Etats-Unis et, il se pourrait, dans le Royaume Uni.

Il ne reste donc plus que la troisième politique qui consiste à établir une parité avec l'or, obtenant ainsi le grand avantage de rendre stable dans d'étroites limites les taux de change avec les pays à l'étalon d'or.

8. La résolution une fois prise dans un pays quelconque de contrôler la circulation de manière à établir une parité, ou plutôt une parité-moyenne entre cette monnaie et l'or, il reste à déterminer un élément important. *Quelle parité sera établie : sera-ce la parité d'avant-guerre ou la parité que l'on trouvera lorsque le courant "d'inflation" est arrêté ou encore quelque parité intermédiaire entre les deux ?* Les principaux éléments de la question sont les suivants : En faveur d'un retour à la parité d'avant guerre on peut plaider que l'adoption d'une parité inférieure signifie une dépréciation officielle voulue de la monnaie, et qu'ainsi la confiance générale dans la probité financière du pays serait diminuée ; et aussi qu'une telle mesure n'est pas juste envers les prêteurs à intérêt fixe qui ont garanti des emprunts avant la guerre ou dans les premières périodes de la guerre alors que la monnaie n'était pas encore considérablement dépréciée. D'un autre côté, il peut être soutenu que dans les pays où la dépréciation est importante un retour à la parité d'avant guerre impliquerait une contraction énorme de la circulation et une chute grave des prix ; que ceci ne pourrait être réalisé qu'au moyen d'un régime continu et prolongé de taux très élevés pour la monnaie et par conséquent d'un arrêt de

(3232)

The practical alternatives between which choice must be made by a country which has reached, or hopes soon to reach, this stage are three in number : (1) to rest content with these negative remedies and to do nothing further ; (2) to control the currency as to maintain a parity between it and things in general ; and (3) to establish and maintain a parity between currency and gold.

The first of these policies, that of merely stopping credit creations and limiting note issues and doing nothing further involves a permanent divorce between currency and gold. Under it, it will be necessary as a permanent measure, either to make the paper currency inconvertible or to prohibit the export of gold or to see the whole gold stock of the country go abroad. In any event, prices in a country working under these conditions will be wholly divorced from world gold prices and exchange rates will, therefore, be permanently liable to wide changes in correspondence with changing relative price levels, the uncertainty of which must seriously interfere with foreign trade. This policy has nowhere found open support.

The policy of so controlling currency issues as to maintain a parity, not with gold but with things in general, is theoretically attractive. It would have the great advantage of making home prices steady, though at the cost of allowing the exchange with gold standard countries to fluctuate. But it is a policy not at present understood by the business world, and it postulates a strong and resolute government commanding popular confidence. In present conditions of difficulty and distrust it is scarcely practical politics, except perhaps in the United States, and conceivably in the United Kingdom.

There only remains, therefore, the third policy of establishing a parity with gold, and thereby securing the great advantage of rendering exchange with gold standard countries stable within narrow limits.

8. The decision by any country so to control its currency as to establish a parity, or rather centre of parity, between that currency and gold leaves open a fundamentally important issue. *What parity shall be established : shall it be the pre-war parity, or the parity that is found to exist when the process of "inflation" is brought to an end, or some parity intermediate between the two ?* The principal relevant conditions are as follows. In favour of a return to pre-war parity it may be urged that the adoption of any lower parity means deliberate governmental depreciation of the currency, and so lowers general confidence in the financial probity of the country in which it is done ; and that it is unfair to all lenders at fixed interest, whose loans were made before the war or during its earlier stages before the currency had greatly depreciated. On the other side it may be urged that in countries where the currency is greatly depreciated, a return to pre-war parity would involve an enormous contraction of currency and fall of prices, that this could only be brought about by a long continued regime of high money rates and consequent check upon industry ; that it would necessitate a more or less corresponding reduction of money wages only attainable through serious friction and many

M

l'industrie ; et que le tout nécessiterait une plus ou moins grande réduction correspondante des salaires en monnaie qui ne pourrait se réaliser que moyennant de sérieuses frictions et de nombreux chômages. De plus, ce retour entraînerait le paiement d'intérêts sur les emprunts de guerre avec une monnaie de valeur sensiblement supérieure à celle qu'elle avait lorsque la plupart de ces emprunts ont été souscrits. Plus encore, les revenus en espèces étant réduits à mesure que la monnaie augmente de valeur, il deviendrait nécessaire d'imposer des *taux* d'impôts bien plus élevés pour pourvoir aux intérêts et aux amortissements de la dette, ce qui rendrait bien plus difficile encore le problème fiscal d'équilibrer le budget.

9. A l'aide de ses considérations, il est clair que, moins la monnaie d'un pays est éloignée de la parité d'avant-guerre lorsque "l'inflation" est définitivement arrêtée, plus les raisons pour un retour à cette parité d'avant-guerre sont fortes. Tant que ce point—la cessation définitive de l'inflation—n'a pas été atteint dans un pays quelconque, nous ne pouvons dire quelle y sera la parité quand le point est atteint. On est tenté de supposer qu'elle sera au moins aussi basse qu'elle l'est en ce moment avant que "l'inflation" ait atteint son maximum. Mais il n'en est pas nécessairement ainsi pour des pays dont le change est plus déprécié que ne le voudraient les niveaux relatifs existants des prix. En effet la défiance exagérée, par rapport à celle des nationaux, avec laquelle les étrangers envisagent la monnaie, et à cause de laquelle se produit cette dépréciation du change, peut être largement diminuée par suite de l'arrêt de "l'inflation." De plus, les prix peuvent être hauts et le change déprécié parallèlement, non pas seulement à cause de l'inflation elle-même, mais en partie aussi à cause d'une crainte existant chez les étrangers aussi bien que chez les nationaux de voir se produire un futur et probable développement de l'inflation. Cet élément de dépréciation peut aussi être supprimé. Il se pourrait très bien par conséquent que la lourde dépréciation au-dessous de la parité d'avant-guerre dont souffre présentement la monnaie autrichienne, la monnaie allemande, la monnaie italienne et la monnaie française, puisse être considérablement améliorée par la seule cessation du développement de l'inflation. La même tendance peut être attendue à la suite d'améliorations dans la balance du commerce. D'où il ressort que la marge à supprimer pour retourner à la parité d'avant-guerre après stabilisation pourrait bien être sensiblement moins importante que les côtés actuelles du change ne le suggèrent. Néanmoins, il est à craindre, dans tous les cas pour l'Autriche et l'Allemagne, que cette marge ne puisse être que très grande. Pour le Royaume Uni, où le change sur l'or n'est déprécié que de quelques 20 pour cent, le poids des arguments est nettement en faveur d'un retour à la parité d'avant-guerre ; pour l'Autriche et probablement l'Allemagne, une parité sensiblement inférieure est indiquée ; pour l'Italie et la France la chose est moins claire, mais il va sans doute que si un retour à la parité d'avant-guerre est décidé l'effort sera extrêmement sévère, et l'opération ne se fera que lentement.

10. S'il est décidé dans tel ou tel pays qu'il importe de viser à une parité inférieure à celle d'avant-guerre il faudra considérer jusqu'à quel point il conviendra d'essayer d'alléger le tort causé aux débiteurs ayant garanti des emprunts avec

stoppages of work. Moreover, it would involve the payment of interest on war loans in a currency much more valuable than that in which a large part of them were subscribed. Yet again, money incomes being reduced in proportion as currency was appreciated, it would make necessary much higher *rates* of tax to provide interest and sinking fund on the debt, and this would make more difficult the fiscal problem of balancing the budget.

9. In the light of these considerations it is clear that the case for a return to the pre-war parity is stronger—that is to say, the arguments in favour of it have more, and those against it have less force—the nearer to this parity a country's currency is found to be when "inflation" is finally stayed. Until this stage has been reached for any country we cannot tell what the parity then ruling will in fact be. There is a temptation to assume that it will be at least as low as it is now before inflation has run its full course. But in countries where the exchange is depreciated to a greater extent than is warranted by existing relative price levels this is not necessarily so. For with the stoppage of "inflation" the excess of distrust with which foreigners, as compared with natives look at the currency, and by which this fact of the exchange depreciation is promoted, may be largely wiped out. Moreover, prices may be high and exchanges correspondingly depreciated in part on account not of actual inflation but of a fear, common to foreigners and natives alike, as to probable future inflation. This element of depreciation may also be wiped out. It may well be, therefore, that the heavy depreciation below pre-war parity which the Austrian, German, Italian and French currencies now show will be greatly reduced by the mere cessation of further inflation. The same tendency may be expected from an improvement in the balance of trade. Hence the gap to be passed in order to return to the pre-war parity after stability has been reached, may turn out to be much smaller than present exchange quotations suggest. Nevertheless, it is to be feared that, at all events for Austria and Germany, the gap cannot be other than very large. For the United Kingdom, where the gold exchange is only depreciated some 20 per cent., the balance of argument is clearly in favour of a return to pre-war parity ; for Austria and probably Germany it points to a substantially lower parity ; for Italy and France the issue is less clear, but there can be no doubt that, if a return to pre-war parity is aimed at the strain will be exceedingly severe, and the process of return must be slow.

10. If it is decided in any country that it is necessary to aim at a new parity lower than the pre-war parity, it is a matter for consideration how far an attempt should be made to alleviate the hardships that would result to debtors



une monnaie de plus grande valeur, par une législation ayant pour but de mettre à l'échelle certaines classes de dettes en les convertissant en dettes d'une plus grande valeur nominale en termes de la nouvelle monnaie nationale. Etant donné les changements de mains fréquents de la propriété des titres, il serait très difficile de mener un tel plan à bonne fin. Cependant la question pourrait être étudiée par une commission d'experts dans un pays où il serait décidé d'adopter pour la monnaie une parité sensiblement inférieure à celle d'avant-guerre.

### III.—FLUCTUATION DES CHANGES.

1. Il est évident que les larges fluctuations auxquelles sont actuellement exposés plusieurs des principaux changes constituent une sérieuse entrave aussi bien pour les opérations de commerce que pour les opérations de crédit entre les citoyens des différents pays. Un commerçant hésite à acheter du matériel à l'étranger quand un changement du taux de change peut à tout moment permettre à d'autres de placer du matériel semblable sur le marché à un prix inférieur à celui que lui aurait payé pour l'achat. Il hésite aussi à obtenir du matériel à crédit à l'étranger, ne sachant pas du tout quelle sera la position du change quand il aura à régler ce crédit. La nature de l'entrave apportée par les fluctuations du change au commerce international est assez familière pour qu'aucune discussion ne soit utile.

2. Il est bon cependant de faire remarquer que les fluctuations des changes telles qu'elles sont couramment subies impliquent deux éléments. Le système à étalon-or s'est écroulé sous le poids de la guerre, et la monnaie de plusieurs pays est sur la base de papier inconvertible. Entre deux pays ayant des monnaies de cet ordre plus rien ne correspond à l'ancien "cours de change au pair de monnaie." La parité normale que les forces économiques travaillant librement tendent à établir est ce que l'on a appelé la parité de pouvoir d'achat. C'est-à-dire que, si le pouvoir réel d'achat en produits de l'unité de monnaie anglaise en Angleterre est deux fois plus grand que le pouvoir réel d'achat de l'unité de monnaie française en France, l'unité de monnaie anglaise aura tendance à s'échanger contre deux unités de monnaie française. D'où l'on voit que le change anglo-français doit varier avec toute variation du pouvoir d'achat de la monnaie de l'un ou l'autre des deux pays, que cette variation provienne d'un changement de volume de la circulation ou de toute autre cause. Là est le premier élément des fluctuations des changes. Mais il y en a un second. Les taux de change peuvent fluctuer largement autour de la parité-moyenne des pouvoirs d'achat, par suite de changements dans la balance normale de l'état des dettes. Cet élément de fluctuation diffère du précédent en ce que lorsqu'il se produit, il engendre des forces qui ont tendance à le corriger lui-même. Une demande de monnaie à New York en excès sur l'offre déplacera lourdement le change dans le sens inverse de la parité des pouvoirs d'achat. Un effet semblable est produit si les prévisions à l'étranger des changements futurs de prix dans le pays diffèrent des prévisions du pays lui-même sur ce sujet. La dépréciation du change au-dessous de la parité des pouvoirs d'achat causée de l'une de ces deux façons induira les Européens à vendre leurs titres américains, à offrir des taux élevés pour des emprunts à New York, à diminuer leurs importations

(3232)

whose loans had been made in currency of a higher value by legislation directed to scale up certain classes of debts, thus converting them into debts of higher nominal amount in terms of the new national money. In view of the frequent changes that take place in the ownership of securities, it would be very difficult to work a plan of this kind satisfactorily. The matter might, however, be studied by an expert commission in any country that decided to adopt a parity for its currency substantially below the pre-war parity.

### III.—EXCHANGE FLUCTUATIONS.

1. It is obvious that the very wide fluctuations to which many of the principal exchanges are now liable are a great hindrance alike to trade transactions and to credit transactions between the citizens of different countries. A merchant will hesitate to buy material from abroad when an alteration in the exchange is liable at any moment to enable others to put similar material on the market at a less price than he paid for it. He will hesitate to obtain the material from abroad on credit if he does not know at all what the exchange position will be when he has to meet the credit. The nature of the hindrance to international business which fluctuations in the exchanges involves is so familiar that no discussion of it is required.

2. It is well, however, to observe that exchange fluctuations as currently experienced involve two elements. The gold standard system has broken down under the stress of war and the currency of many countries are on the basis of inconvertible paper. Between any two countries with currencies of this type there is nothing to correspond to the old "mint par of exchange." The normal parity which economic forces working freely tend to bring about is what has been called a purchasing power parity. That is to say, if the real purchasing power in goods of a unit of English currency in England is twice as great as the real purchasing power of a unit of French currency in France, a unit of English currency will tend to exchange for two units of French currency. Hence the Anglo-French exchange must vary with every variation in the purchasing power of the currencies of either of the two countries, whether consequent upon an alteration of the volume of currency or of any other causes. Herein is the first element of currency exchange fluctuations. But there is also a second element. Exchange rates may fluctuate widely round about the centre of purchasing power parity in consequence of alterations in the normal balance of indebtedness. This element of fluctuation differs from the preceding in that, when it appears, it sets up forces tending to its own correction. A temporary excess of requirements of currency in New York above the offers of it will move the exchange heavily on the wrong side of the purchasing power parity. A similar effect may be produced if foreign anticipations as to future price changes in the country differ from domestic expectations. The depreciation of exchange below purchasing power parity set up in either of these ways will tempt Europeans to sell their American securities; to offer high rates for loans in New York; to contract their imports from America; to expand their exports to America. These correcting influences do not,

M 2



d'Amérique, et à augmenter leurs exportations vers l'Amérique. Ces influences correctives ne peuvent cependant pas toujours agir très librement ni très promptement, et peuvent ne pas être capables d'empêcher un mouvement adverse considérable de s'effectuer avant qu'il ne soit possible d'en renverser le courant. Dans des conditions inverses il peut y avoir un mouvement tout aussi large en sens contraire au-dessus de la parité.

3. En admettant que les taux de change d'un pays à l'étranger doivent continuer à fluctuer sérieusement, les obstacles que ces conditions opposent à son commerce peuvent être surmontés jusqu'à un certain point en organisant un système d'échanges de produits contre produits. Cette méthode a été essayée avec quelque succès dans certaines parties de l'Europe Centrale. Il est évident qu'il doit y avoir une grande difficulté à appliquer ce procédé, vu que, alors que A veut vendre X et acheter Y, B, qui a Y à vendre, désire très probablement acheter Z. Quoiqu'il en soit, quelque chose peut être accompli et l'a déjà été dans ce sens, et il se peut que l'on puisse s'attendre à de nouveaux développements.

4. Nous ne pouvons cependant nous contenter d'une méthode qui consiste à surmonter les obstacles provoqués par les fluctuations des changes. Le devoir s'impose d'examiner les moyens par lesquels il serait possible de les supprimer complètement en abolissant ces fluctuations. Un certain nombre de propositions ont été faites de temps en temps dans ce sens.

5. Il a été tout d'abord proposé d'établir dans des pays à monnaie extrêmement dépréciée, comme l'Autriche, une nouvelle unité monétaire, devant servir de "monnaie de compte" pour les opérations de commerce avec l'étranger et de circulation à côté de la monnaie existante. Ce plan a reçu un appui important. Il faut observer cependant, que, même en admettant que la nouvelle monnaie pourrait être rendue stable en termes d'or, peu de chose serait gagné en réalité, puisque la monnaie prédominante à l'intérieur du pays accuserait alors des fluctuations en terme de cette "monnaie de compte." Peu importerait à un commerçant autrichien d'avoir à acheter directement du sterling avec des couronnes-papier de valeur fluctuante, ou d'acheter ce sterling directement avec des couronnes-or qui sont stables en sterling mais qui varient exactement comme le sterling par rapport à la vraie monnaie du pays. C'est pourquoi il ne semble pas probable que cette méthode puisse accomplir grand'chose.

6. Il reste alors une proposition de beaucoup plus de portée. Pendant la guerre les principaux changes interalliés étaient artificiellement maintenus au voisinage de la parité d'avant-guerre à l'aide d'emprunts entre les Gouvernements. On entend quelquefois soutenir que ce "remède," qui a été abandonné dès le début de 1919, devrait être appliqué de nouveau. L'opération se fait comme suit : Le Gouvernement du Royaume Uni, par exemple, emprunte des dollars à New-York au Trésor des Etats-Unis et vend ces dollars à des Anglais qui ont des paiements à faire aux Etats-Unis à environ 4.86 dollars à la livre sterling. Aussi longtemps que ceci est effectué librement il est évident que le change ne peut pas tomber au-dessous de ce niveau. Il est artificiellement maintenu avec succès, mais au prix pour le Gouvernement d'une dette étrangère sans cesse croissante. Pendant la guerre alors que les importations pour le compte de particuliers

however, always act very freely or very quickly and may not be able to prevent a large adverse movement from taking place before it is reversed. In conversed conditions there may be correspondingly wide movement away from parity in the opposite sense.

3. Granted that a country's foreign rates must continue to fluctuate severely, the obstacles which this fact places in the way of its trade can in part be *got round* by an organised system of bartering goods against goods. This device has been attempted in portions of Central Europe with some success. Plainly there must be great difficulty in working it owing to the fact that, while A will want to sell X and buy Y, B, who has Y to sell, very likely wants to buy Z. Nevertheless, something can be and has been accomplished along these lines; and further development may perhaps be looked for.

4. We cannot, however, rest content with the method of getting round the obstacles caused by exchange fluctuations. It is necessary to consider methods of removing them altogether by doing away with the fluctuations. To this end a number of suggestions have from time to time been made.

5. First it has been proposed to establish in countries of greatly depreciated currency, such as Austria, a new monetary unit, to serve as the money of account for foreign trade transactions and to circulate alongside of the existing currency. This plan has received authoritative backing. It must be observed, however, that, even though the new money could be made stable in terms of gold, little would really be gained because the dominant domestic money of the country would then fluctuate in terms of it. It cannot make much difference to any Austrian trader whether he has to buy sterling directly with fluctuating paper crowns, or to buy it directly with gold crowns which are steady in sterling but which fluctuate relatively to the domestic money in the same way as sterling does. For these reasons it does not seem likely that this device can really accomplish very much.

6. There remains a more far-reaching proposal. During the war the principal inter-allied exchanges were "pegged" in the neighbourhood of the pre-war parity with the help of loans between the governments. It is sometimes urged that this "remedy," which was abandoned in the earlier part of 1919, should once more be applied. The remedy is operated as follows. The government of the United Kingdom, for example, borrows dollars in New York from the United States Treasury, and sells those dollars to Englishmen who have payments to make in the United States at about 4.86 dollars to the pound. So long as this is being done freely, it is evidently impossible for the exchange to fall below this level. The exchange is successfully pegged, but at the cost of a perpetually increasing foreign government debt. During the war when imports on private account were very greatly restricted by lack of shipping space and various

subissaient de grandes restrictions du fait du manque de tonnage des transports maritimes et des divers coutrôles exercés, la dette ainsi accumulée l'était principalement pour le compte d'achats du Gouvernement lui-même, achats que l'on estimait essentiels pour la conduite de la guerre. Mais maintenant que la guerre est finie et que le commerce est relativement libre, maintenir artificiellement les changes en désaccord avec les niveaux relatifs des prix signifierait l'offre d'une énorme prime aux achats faits par des particuliers anglais en Amérique et causerait un immense découragement aux achats faits par des particuliers américains en Angleterre. Par conséquent le Gouvernement anglais travaillerait en réalité à accumuler une dette en Amérique, non pour lui-même, mais pour le bénéfice des importateurs privés ; et plus il plairait à ces derniers d'importer plus lourde serait la dette supportée par le Gouvernement. Un énorme excès des importations sur les exportations serait encouragé délibérément, aucune distinction ne pouvant être faite, ni même essayée, entre produits essentiels et produits de luxe. Cela signifierait que les acheteurs anglais de produits étrangers auraient les mains libres, au prix de retarder le relèvement de notre commerce d'exportation et de mettre l'avenir à charge d'une dette extérieure sans limite d'accroissement. Pour plus de simplicité j'ai considéré cette question au point de vue du seul échange Londres—New York ; mais il est évident que la même analyse s'applique également pour le maintien artificiel de tout autre change. Ce "remède" n'en est pas un, mais signifie au contraire une aggravation sérieuse du mal qu'il a pour but de guérir.

7. Un troisième moyen quelquefois adopté (par exemple en Italie) est d'interdire toutes transactions en changes étrangers aux personnes non autorisées. Aussi longtemps que la circulation d'un pays est basée sur du papier inconvertible, ce plan, en restreignant la spéculation peu-intelligente du grand public, quoique incapable de modifier la tendance générale du change, peut cependant faire quelque chose pour diminuer l'amplitude des mouvements à courte période qui se produisent autour de la courbe principale.

8. Un quatrième procédé, applicable seulement lorsque le courant "d'inflation" aurait été arrêté et un contrôle défini de la parité entrepris, consiste à régler la circulation—supposée encore être du papier inconvertible—de manière à en diminuer le volume quand les changes sont contraires, abaissant ainsi les prix et s'opposant aux importations, et à en augmenter le volume, avec les résultats inverses, quand les changes sont favorables. Il n'y a aucun doute que ce plan, s'il pouvait être appliqué avec plein succès, travaillerait à maintenir réellement *comme parité-moyenne* la parité particulière choisie. Quand les changes s'en écarteraient dans une direction quelconque, un effort violent serait exercé jusqu'à ce qu'ils y reviennent. Ce plan toutefois ne saurait empêcher de très larges fluctuations de se produire.

9. Le seul moyen par lequel les fluctuations peuvent être maintenues dans un rayon réellement très faible autour de la parité-moyenne choisie est de retourner au système éprouvé qui consiste à rendre la monnaie d'un pays librement convertible en change étranger ou en or pour l'exportation, à (approximativement) la valeur de parité. Ceci conduirait à un état de change à peu près stable avec les pays à étalon d'or. Il est important d'observer toutefois que ce procédé ne rendrait stable le change d'un pays qu'avec des pays qui sont

sorts of control, the debt thus piled up would be mainly on account of purchases by government itself deemed essential to the conduct of the war. But now that the war is over and commerce is relatively free, to hold the exchange artificially out of adjustment with relative price level would be to offer an immense premium on purchases made by private Englishmen in America and an immense discouragement to purchases made by private Americans in England. In effect, therefore, the British government would be piling up debt in America, not for its own service, but for the service of private importers ; and the more those importers chose to import the bigger the debt it would be called upon to shoulder. An enormous excess of imports over exports would be deliberately stimulated, no selection being made or even attempted between essentials and luxuries. We should be bringing ease for British purchasers of foreign goods for the moment at the cost both of checking the recovery of our export trade and of burdening the future with an indefinitely increased foreign debt. For convenience I have considered this matter in terms of a single exchange, London—New York. Obviously exactly the same analysis holds good of proposals to peg any other exchange. This "remedy" is no remedy at all, but a gross aggravation of the disease it is designed to cure.

7. A third device sometimes adopted (*e.g.*, in Italy) is to forbid dealings in foreign exchange to any but authorised persons. So long as a country's currency is on an inconvertible paper basis, this plan, by restoring unintelligent speculation on the part of the general public, though it cannot be expected to modify the general trend of the exchange, may nevertheless do something to narrow the range of short period movements about that general trend.

8. A fourth device, only applicable when the process of "inflation" has been stopped and the definite control of parity has been decided upon, is so to regulate the currency—still assumed to be inconvertible paper—as to diminish the volume of it when the exchanges are adverse as against this parity, thus lowering prices and checking imports and to increase the volume of it, with contrary results, when the exchanges are favourable. This plan, if it could be successfully carried through would, no doubt, serve to maintain the selected centre of parity as a centre of parity. When the exchange departed from it in either direction a strong pull would be exercised until it returned to it. But the plan would not prevent very wide fluctuations from occurring.

9. The only way in which fluctuations can be kept within really close call of the chosen centre of parity is by a return to the well-tried system of making a country's currency freely convertible into foreign exchange or gold for export at (approximately) the parity value. This will lead to an approximately stable exchange with gold standard countries. It is important to observe, however, that it will not make any one country's exchanges stable except with countries that are also stable in terms of gold. *Consequently for ten countries*

eux-mêmes stables par rapport à l'or. *Par conséquent le fait pour dix pays d'adopter ce système serait bien plus de dix fois plus avantageux pour l'intérêt mondial que son adoption par un seul pays.* Ceci indique une politique de conférences et d'accords internationaux.

10. Le système ci-dessus n'implique naturellement pas l'usage de la monnaie-or pour le commerce à l'intérieur, quoique les deux choses soient compatibles. Mais il implique que le Gouvernement ou la banque centrale du pays qui l'adopte devra maintenir un stock d'or ou de crédits étrangers, suffisant pour garantir que les obligations contractées sous ce système soient toujours remplies. Pour que ceci soit possible, les conditions doivent être telles qu'il soit assuré contre le danger de gains soudains et énormes à l'étranger. Pour cela deux choses sont nécessaires. D'abord, le commerce d'exportation doit être suffisamment restauré pour qu'il suffise en moyenne à payer la balance nette des importations et pour qu'il n'y ait pas une création continue de nouvelles dettes à court terme dont la liquidation pourrait être exigée à tout moment. Ensuite, les dettes à court terme contractées pendant la guerre et dues à des Gouvernements étrangers ou à des particuliers doivent être consolidées (si elles ne peuvent pas être remboursées) de telle sorte que toute menace d'une soudaine demande de paiement soit écartée. Tant que ces conditions ne sont pas assurées au moins dans une large mesure, aucun stock d'or ne serait une garantie suffisante de la convertibilité du papier et de l'or pour l'exportation. Mais lorsque l'équilibre commercial serait atteint, la garantie pourrait être suffisante avec un stock plutôt modeste, car ce stock ne servirait qu'à balancer des fluctuations normales. Bien entendu le montant réel nécessaire varierait suivant les conditions particulières dans lesquelles se trouvent les divers pays.

*to adopt this system is much more than ten times as advantageous to the world at large than for one country to adopt it.* This points to the policy of international conference and agreement.

10. The above system does not, of course, imply, though it is compatible with, the use of a gold currency for internal purposes. What it does imply is that the government or central bank of the country adopting it shall maintain a sufficient stock of gold or of foreign credits to make it certain that the obligations undertaken under it will always be fulfilled. In order that it may be able to do this conditions must be such as to free it from the danger of enormous sudden foreign gains. To this end two things are necessary. First, the export trade must be so far restored that it suffices on the average to pay for the net balance of imports, and there is not a continuous creation of new short-period indebtedness, the liquidation of which may at any time be called for. Secondly, the short-period indebtedness to foreign governments and individuals which was contracted during the war, must be funded (if it cannot be repaid), in such a way as to remove the menace of a sudden demand for payment. Until these conditions are, at least in large measure fulfilled, no store of gold would be adequate as a guarantee of convertibility between currency and gold for export. But, when trade equilibrium is reached, the guarantee can be given with the help of a fairly moderate store; for its work will be confined to meeting normal fluctuations. Of course, the actual amount will vary with the conditions of different countries.

(5) NOTES SUR LA SITUATION  
FINANCIERE ET MONETAIRE

PAR

CHARLES GIDE

(5) NOTES ON THE FINANCIAL  
AND MONETARY SITUATION

BY

CHARLES GIDE

## NOTES SUR LA SITUATION FINANCIERE ET MONETAIRE

CHARLES GIDE

Je me bornerai, faute de temps, à quelques brèves observations en suivant l'ordre des recommandations présentées dans la note en vue de la Conférence de Bruxelles, et en me plaçant plus spécialement au point de vue de la France.

### I.—L'INFLATION.

L'inflation doit être réduite. Pourtant sur ce point j'estime que les économistes en général, et mes savants collègues aussi, se montrent un peu sévères. L'inflation n'est pas une maladie aussi grave qu'on le dit dans l'enseignement classique : la preuve c'est que beaucoup de pays ont eu cette maladie et l'histoire économique ne nous montre pas qu'aucun en soit mort.

En ce qui concerne la France, on peut dire que sans l'émission du papier monnaie elle n'aurait pu gagner la guerre ni la continuer pendant plus de quatre ans. En effet, elle n'aurait pu trouver dans l'impôt, ni dans l'emprunt, les 200 milliards de francs qui lui ont été nécessaires.

Et il faut même dire que la hausse des prix résultant de l'inflation a été très utile : il faut avouer que cette hausse a contribué très efficacement à faire supporter à la population agricole et industrielle la prolongation de la guerre et à soutenir le moral (si j'ose ici employer ce mot) du pays.

On a d'ailleurs exagéré le montant de l'inflation en France et l'effet qu'elle a exercé sur les prix.

Avant la guerre, la circulation monétaire en France était formée :—

- 1) de 6 milliards en billets (pouvant être élevés légalement à 6800 millions de francs) ;
- 2) de 4 milliards environ en or ; donc total 10 milliards de frs. à peu près.

A ce jour il y a en circulation 38 milliards en billets, mais l'or a complètement disparu (2600 millions ayant été apportés bénévolement par le public à la Banque, et le restant étant thésaurisé).

L'augmentation de la circulation monétaire est donc de 100 à 380. C'est trop sans doute. Pourtant on s'étonnera moins de cette augmentation si l'on réfléchit :—

- a) qu'une augmentation de la monnaie était en tout cas nécessaire par suite de la hausse des prix et de l'habitude prise depuis la guerre de payer toujours comptant : on ne vend plus à crédit ;
- b) qu'une très forte partie (impossible à évaluer) des 38 milliards de billets sont thésaurisés et par conséquent ne comptent plus dans la circulation ;
- c) que la Banque de France a une très forte encaisse métallique (5,836 millions francs dont 5,588 millions or—au 8 juillet 1920) ce qui, sur la base généralement admise de  $\frac{1}{3}$ , suffirait à couvrir 17 à 18 milliards de billets.

## NOTES ON THE FINANCIAL AND MONETARY SITUATION

In view of the short time available, I shall limit myself to a few observations, following the order of the recommendations in the joint note submitted by the Economists to the Brussels Conference, and approaching the subject more particularly from the point of view of France.

### I.—INFLATION.

Inflation must be reduced. But on this point I think that Economists in general, including my learned colleagues, are a little severe. Inflation is not as severe a malady as the classical teaching of Economics represents it to be. The proof is that many countries have suffered from this malady, but economic history shows us no example of any one of them which has perished from it.

As regards France, it can be said that without the issue of paper money it would not have been possible to win the war nor to carry it on for four years. Indeed, it would have been quite impossible to raise by taxation or by loan the 200 milliards of francs which have been required.

We must even add that the rise of prices which results from inflation has been very useful, and confess that this rise assisted very effectively in enabling the agricultural and industrial populations to endure the prolongation of the war and to uphold the country's moral—if one dares use this word in such a connection.

Moreover, the degree of inflation in France and the effect which this inflation has had upon prices has been exaggerated.

Before the war the money circulation in France consisted of :—

- (1) 6 milliards of notes (the legal maximum being 6,800 millions of francs) ; and
- (2) about 4 milliards of gold, giving a total of about 10 milliards of francs.

At the present day there are in circulation 38 milliards of notes ; gold has completely disappeared (2,600 millions having been returned by the public to the bank and the remainder hoarded).

The increase in the monetary circulation is thus in the ratio of 100 to 380. This is doubtless too much, but the increase is less to be wondered at if the following considerations are taken into account :—

- (a) That an increase in money was in any case a necessary consequence of the rise of prices and of the rule enforced since the war of paying in cash—for sales are no longer made on credit ;
- (b) That a very large part (which it is impossible to estimate) of the 38 milliards of notes have been hoarded and therefore are no longer in circulation ;
- (c) That the Bank of France has a very large gold reserve (5,836 millions of francs, of which 5,588 millions were in gold on the 8th July, 1920), which on the generally accepted basis of a cover of one-third would suffice for a circulation of 17 to 18 milliards of notes.

Je ne crois pas que l'effet de l'inflation sur les prix soit aussi grand qu'on le dit. En effet si l'on regarde le tableau des Index numbers dans les différents pays (par exemple celui donné dans le memorandum de M. Bowley, annexé aux autres documents) on voit que la hausse des prix ne correspond nullement au montant de l'inflation : les nombres indices maxima sont ceux de l'Italie (445) de la Belgique (464), qui ne sont pas les pays où l'inflation a été la plus grande : le chiffre de la France n'est que 378.

Et une autre confirmation de ma thèse c'est qu'en France la hausse des prix s'est surtout fait sentir depuis la fin de la guerre (206 en 1918—378 en mai 1920) tandis que l'émission des billets s'est au contraire très peu augmentée depuis la fin de la guerre. Le chiffre était de 31 milliards fin 1918, de 37,274 fin 1919, de 38,012 juillet 1920. On voit que l'augmentation a été seulement de 22 pour cent en 1918, de 2 pour cent seulement depuis la fin de 1919 alors que la hausse des prix a été de plus de 80 pour cent. Il n'y a donc aucune concordance entre les deux mouvements.

### II.—DEFLATION.

Ce n'est point à dire que nous ne croyons très désirable de réduire le chiffre des billets émis, comme d'ailleurs le Gouvernement Français s'est engagé à le faire par une convention expresse avec la Banque. Cette réduction dans le chiffre de la circulation du papier aurait surtout, à notre avis, un effet psychologique et moral. Elle donnerait satisfaction aux critiques des financiers étrangers ; elle relèverait le crédit de la France et probablement aussi le cours du change sur le franc. Mais :—

- a) Nous ne croyons pas que cette réduction de la circulation exercerait une grande action sur les prix. Un accroissement de la production pourra seul les faire baisser.
- b) Nous croyons même que si cette réduction de billets de banque était très considérable et trop précipitée, elle risquerait de produire des effets désastreux. Je ne pense pas que la circulation fiduciaire en France puisse désormais descendre en dessous de 20 milliards environ.

C'est en ce sens que nous nous associons complètement aux observations judicieuses exposées par Monsieur le Professeur Cassel (p. 24 de son Memorandum) "the practical possibilities of the programme of deflation are rather narrow and a radical realisation of this programme will in reality show itself very little desirable." Et j'estime que ce jugement est particulièrement exact en ce qui concerne la France.

### III.—EQUILIBRE DU BUDGET.

Ce qui me paraît plus urgent c'est de rétablir l'équilibre des budgets. Le gouvernement français s'y efforce—avec un peu de retard, il est vrai—mais sur ce point encore les critiques n'ont pas tenu compte suffisamment de la situation exceptionnelle créée par l'invasion et dont ni l'Angleterre ni les Etats-Unis n'ont eu à souffrir. Quoique la partie de la France la plus riche industriellement soit encore à l'état de ruines, néanmoins le budget de 1920, tel qu'il vient d'être voté, est de 18 milliards de francs. Celui d'avant la guerre étant de 5 milliards, le rapport est de 100 à 360. Il est vrai que l'accroissement est moindre que celui du budget anglais et américain, mais l'Angleterre et les Etats-Unis n'ont

(3232)

I do not think that the effect of inflation on prices is as great as is supposed. Indeed, an examination of the table of Index Nos. in different countries (for example that given in the Memorandum of Professor Bowley) shows that the rise of prices in no way corresponds to the amount of inflation : the highest Index Nos. are those for Italy (445), Belgium (464), which are not the countries which show the greatest inflation. The Index No. for France is only 378.

Moreover, a further confirmation of my thesis is that in France the rise of prices has chiefly made itself felt since the end of the war (206 in 1918 ; 378 in May, 1920), whilst the issue of notes on the contrary has increased very little since the end of the war. The figures were 31 milliards at the end of 1918, 37·274 at the end of 1919, and 38·012 in July, 1920. Thus the increase has only been 22 per cent. in 1918 and only 2 per cent. since the end of 1919, whereas the increase of prices has been more than 80 per cent. There is thus no relation between these two series of figures.

### II.—DEFLATION.

This does not mean that we do not think it very desirable to reduce the total of notes issued—the French Government is already engaged in doing this through a definite agreement with the Bank. This reduction in the amount of the paper circulation would have in my opinion a psychological and moral effect. It would give satisfaction to the foreign critics of our finances : it would increase the credit of France and probably also the exchange value of the franc :—

- (a) I do not think that this reduction of the circulation would have any great effect on prices. Increase of production alone can make them fall.
- (b) I believe that if this reduction of bank notes were very considerable and made very hurriedly, there would be a danger that it might produce disastrous effects. I do not think that the fiduciary circulation of France should hereafter fall below about 20 milliards.

It is from this point of view that I associate myself entirely with the considered judgment of Professor Cassel (page 24 of his Memorandum), "The practical possibilities of a programme of deflation are rather narrow and a radical realisation of this programme will in reality show itself very little desirable." I think this conclusion is particularly true as regards France.

### III.—BALANCING OF THE BUDGET.

The most urgent necessity seems to me to be to balance the Budget. The French Government—after much delay, it is true—is now taking steps to this end, on this point also the critics have not given sufficient consideration to the exceptional situation created by invasion, a disadvantage from which neither England nor the United States has suffered. But in spite of the fact that the richest industrial area of France is still in a state of ruin, nevertheless the Budget of 1920, which has just been passed, provides a revenue of 18 milliards of francs. Before the war the Budget revenue was 5 milliards, so that the increase is in the ratio of 100 to 360. It is true that this increase is less than that

N

pas subi les pertes résultant de la guerre. D'ailleurs le budget de la France sera encore augmenté, car malheureusement pour elle il paraît certain qu'elle sera obligée de supporter finalement une bonne partie des dommages de guerre et de pensions que le Traité de Versailles imposait à l'Allemagne.

Pour rétablir l'équilibre des budgets, la Note des Economistes conseille la suppression des subsides et la réduction des dépenses militaires. En ce qui concerne les subsides il n'y aura pas d'objections, mais en ce qui concerne les dépenses militaires, il est à craindre malheureusement que les suggestions des économistes aient peu de succès. En France, le budget de l'armée de terre s'élève pour 1920 à 5 milliards de francs alors qu'il n'était que de 1,200 millions en 1914 et c'est une terrible déception à la suite d'une guerre " qui devait mettre fin à la guerre ". Mais l'accroissement des dépenses militaires (y compris la marine de guerre) est encore plus élevé en Angleterre et aux Etats-Unis. Il serait assurément très désirable (comme le suggère le mémorandum du Professeur Pigou, je crois) que l'obtention d'un prêt international fut subordonné à la réalisation d'un désarmement de la part de l'Etat emprunteur—mais il sera malséant de la part des Etats prêteurs d'exiger cette condition si eux-mêmes augmentent leurs dépenses militaires !

#### *La Question du Travail.*

Mais il y a une autre condition qui nous paraît plus urgente encore que le remboursement des billets ou même que l'équilibre du budget pour le relèvement économique de l'Europe : c'est la bonne volonté de la classe ouvrière à y travailler, et les moyens à trouver pour obtenir de sa part cette coopération consciente. Je n'ai pas vu qu'il en ait été fait mention dans les Memoranda et Notes que j'ai eus sous les yeux. C'est sans doute parce que l'on a pensé que cette question n'était pas de la compétence de la Conférence de Bruxelles laquelle se place uniquement sur le terrain financier, et qu'elle relève du Bureau International du Travail de Genève. Je ne m'y arrête donc pas. Cependant il importe de remarquer que toutes les solutions financières et économiques restent subordonnées à la reprise du travail en Europe et que cette reprise du travail n'aura lieu que si on peut donner à la classe ouvrière les satisfactions qui malheureusement ne sont pas faciles à découvrir et qu'elle-même ne réussit pas à définir ! Elle souffre dans tous les pays d'un profond malaise (unrest) qui semble surtout tenir à une déception ; on lui avait tellement répété durant cette guerre qu'un monde nouveau allait naître, qu'il est assez naturel qu'elle s'irrite aujourd'hui en voyant que rien n'est changé pour elle (si ce n'est qu'une hausse des salaires qui d'ailleurs ne fait pas compenser à peine l'augmentation du coût de la vie) et qu'il lui faut reprendre le même harnais du salariat que par le passé. Pour la guérir du dégoût du travail il faudrait lui donner l'impression qu'il y a quelque chose de changé dans le monde du travail.

#### IV.—LES PRETS INTERNATIONAUX.

En ce qui concerne les prêts internationaux, la solution aurait probablement été facile si les puissances de l'Entente s'en étaient préoccupées pendant la guerre. Lorsqu'en mai 1918 elles résolurent de n'avoir qu'une même armée et un seul généralissime, il n'aurait pas été difficile de les persuader

shown in the English and American Budgets, but England and America have not endured such war losses. Moreover, the French Budget will be still further increased, for unfortunately France, it seems certain, will be compelled in the end to provide from her own resources a considerable part of the reparations and pensions which the Treaty of Versailles imposes upon Germany.

As one of the means of balancing Budgets, the note of the Economists advises the abolition of subsidies and the reduction of military expenditure.

As regards subsidies, there can be no question, but as regards military expenditure there is unfortunately only too much reason to fear that the suggestion of the Economists may be abortive. In France expenditure on land forces will amount in 1920 to 5 milliards of francs, whereas it was only 1,200 millions in 1914—a mocking commentary on "the war to end war"! But the increase of military expenditure (including expenditure on the navy) has risen still more in England and America. It would surely be very desirable (as I think the Memorandum of Professor Pigou suggests) that the right of sharing in an international loan should be conditional upon disarmament by the borrowing State ; but it would be unbecoming on the part of the lending States to insist on this condition if they themselves increased their military expenditure.

#### *The Problem of Increasing Production.*

There is another condition which appears to me still more urgent than the withdrawal of notes or even the balancing of Budgets, if the economic condition of Europe is to be restored, viz., a willingness on the part of the working classes to work well and the discovery of some means of securing from them a conscious co-operative effort. I have seen no reference to this point in the memoranda and notes which have been submitted to me. Doubtless it has been assumed that this question was not within the competence of the Brussels Conference, which is confined to financial questions, and that it is a matter for the International Labour Office at Geneva. I will not therefore discuss it further. It must, however, be remarked that all the financial and economic solutions are contingent upon the resumption of work in Europe, and that this resumption will only take place if some satisfaction can be given to the working class aspirations which are difficult to understand and which they themselves cannot define. Workpeople in every country are suffering from profound unrest which seems to be founded upon a fallacy. They have been so constantly assured during the war that they would see the birth of a new world that they are naturally sore on finding to-day that nothing has changed (except a rise of wages which is insufficient to compensate for the increased cost of living) and that they must resume again the same wage slavery as before. To cure the workman of his distaste for work he must be given the impression that some change has come over the world of labour.

#### IV.—INTERNATIONAL LOANS.

As regards International Loans the solution would probably have been simple if the Entente Powers had considered the matter during the war. When in May, 1918, they decided to have only one army under a single generalissimo, it would not have been difficult to persuade them that they should



qu'elles ne devraient avoir qu'une seule bourse (nous avons émis timidement cette suggestion dans un article de la Revue d'Economie Politique de février 1918, sous le titre d' "Entente Financière") cette entente eut été facilitée d'ailleurs par le fait qu'à cette époque les changes des divers pays de l'Entente n'étaient pas éloignés du pair.

Malheureusement on a laissé passé l'occasion favorable et aujourd'hui les énormes divergences des changes (que cette entente financière aurait pu précisément empêcher) et aussi des divergences d'ordre politique que nous n'avons pas à examiner ici, ont rendu la réalisation de ces prêts internationaux extrêmement difficiles. Ces difficultés sont très bien indiquées dans le memorandum de M. le Professeur Pigou.

L'opinion financière et économiste en France sur cette question s'est exprimée dans un très grand nombre de projets, dont beaucoup sont très fantastiques, mais on peut à peu près résumer ainsi l'opinion dominante :—

a) Les Etats de l'Entente devraient se donner quittance réciproquement de toutes les créances qu'ils ont les uns sur les autres. Cette thèse qui se trouve formulée dans le livre de M. Maynard Keynes, avait déjà été présentée en France, mais avec la discrétion que comporte la situation puisque c'est la France qui serait appelée à bénéficier le plus de cette combinaison—et que ce seraient les Etats-Unis qui auraient à supporter la presque totalité de cet abandon.

b) Les Etats de l'Entente devraient endosser l'indemnité à payer par l'Allemagne, ce qui permettrait de mettre cette dette de l'Allemagne sous la forme de Bons (conformément d'ailleurs au Traité de Versailles) qui seraient remis aux Etats victimes de destructions, au pro rata des dommages subis par chacun d'eux. Ces Etats trouveraient facilement à négocier ces Bons à un prix qui serait peut être assez bas tout d'abord, mais qui hausserait au fur et mesure que se relèverait la situation de l'Allemagne. Ainsi les pays auraient endossé ces bons et tous les pays sinistrés auraient intérêt au prompt relèvement de l'Allemagne.

Cette solution comporterait assurément de grosses difficultés pratiques, notamment pour déterminer dans quelle mesure et à quel moment jouerait la responsabilité pécuniaire des Etats qui auraient endossé les Bons de l'Allemagne. Cependant il ne nous semble pas qu'on puisse l'écarter par une sentence aussi absolue que celle prononcée par M. le Professeur Cassel "the prospects of a solution of the question on such lines are practically none." Il nous semble au contraire qu'une des principales tâches de la Conférence serait d'étudier les voies et moyens pour le rendre praticable.

#### *Entente Commerciale.*

La constitution d'une Entente financière, sous une forme quelconque, ne pourrait guère se comprendre sans la formation d'une entente commerciale, et ce serait là un bienfait et non le moindre, ou plus grand même que celui qu'elle pourrait procurer au point de vue financier. C'est donc un motif de plus pour chercher à réaliser cette entente financière. Etant donnée d'une part la tendance à l'autono-

have a single purse (I tentatively put forward this suggestion in an article in *La Revue d'Economie Politique* for February, 1918, under the title of "A Financial Entente"). This Entente, moreover, would have been facilitated by the fact that at this time the Exchanges of the different countries in the Entente were nearly at par.

Unfortunately the favourable opportunity has passed and to-day the enormous variations in the exchanges (which this financial entente would have been exactly the right means of preventing), and also the divergencies of a political kind, which we need not examine here, have made the realisation of these international loans extremely difficult. These difficulties are well set out in the Memorandum of Professor Pigou.

Financial and economic opinion in France on this question has expressed itself in a large number of proposals of which many are very fantastic. One can, however, summarise roughly the dominant opinion as follows :

(a) The Entente countries ought to cancel all the debts which they owe one another. This thesis which is definitely put forward in the book of Mr. Maynard Keynes had already been suggested in France, but with the discretion which the situation required, since it is France which would benefit most from this arrangement as compared with the United States, which would be the chief loser.

(b) The Entente countries ought to guarantee the indemnity to be paid by Germany and thus permit the German debts to be issued in the form of bonds (in conformity with the Treaty of Versailles) and issued to the States which had endured devastation in proportion to the losses which each of them had incurred. These countries would easily be able to negotiate these bonds at a price which would at the outset perhaps be low, but which would rise in proportion to the improvement in the economic situation of Germany. Thus all the countries guaranteeing the bonds as well as all the countries which had been devastated would have a common interest in the early recovery of Germany.

This solution would undoubtedly involve a certain number of practical difficulties—notably that of determining the proportion in which and the period for which the pecuniary responsibility of the countries endorsing the bonds would be incurred. It does not, however, seem to me that the plan should be dismissed so absolutely as it is by Professor Cassel, who says, "the prospects of a solution of the question on such lines are practically none." It appears to me on the contrary that one of the principal tasks of the Conference should be to study the ways and means of rendering it possible.

#### *Commercial Entente.*

The institution of a financial Entente under whatever form can, in my opinion, scarcely be undertaken without the formation of a commercial Entente, and the latter would have equal or even greater advantages than would be secured by a financial understanding. This is an additional motive for endeavouring first to secure an understanding on finance in view, on the one hand, of the nationalist tendencies which this

misme nationaliste que cette guerre a terriblement surrexcitée et d'autre part les nécessités pour les États accablés d'impôts de se procurer des recettes par des droits de douane—jamais on ne réalisera le voeu formulé dans la Note pour un "freer movement of through traffic" si on n'en fait la condition *sine qua non* d'un prêt international. C'est par cette pression seulement qu'on pourra l'obtenir (et il faudra l'exiger non seulement pour le commerce des métropoles mais plus encore pour celui des colonies).

CHARLES GIDE.

PARIS,

12 juillet, 1920.

war has encouraged to an excessive degree, and, on the other, of the necessity for countries badly in need of money to secure revenue from customs duties. It will never be possible to carry out the resolution in the note in favour of "freer movement of through traffic" unless this is made the *sine qua non* of an international loan. It is, I think, through such pressure that this desirable result can be obtained, and it must be obtained not only for the trade of the parent countries, but still more for that for colonial possessions.

(Signed) CHARLES GIDE.

PARIS,

12th July, 1920.

(6) MEMORANDUM PREPARE EN VUE  
DE LA CONFERENCE FINANCIERE  
INTERNATIONALE DE BRUXELLES

Par

M. PANTELEONI,  
Professeur de l'Université de Rome.

(6) MEMORANDUM PREPARED FOR  
THE INTERNATIONAL FINANCIAL  
CONFERENCE AT BRUSSELS

By

M. PANTELEONI,  
Professor of Rome University.

## MEMORANDUM

par

Professeur Pantaleoni.

[Traduction.

## I.—FAITS FONDAMENTAUX DE LA SITUATION ECONOMIQUE.

1. A peu près partout, dans une mesure plus ou moins grande, les Gouvernements ont cessé d'assurer les garanties générales nécessaires à une production continue, à savoir :

- (a) L'ordre public (absence de violence) ;
- (b) Le respect absolu de la validité des contrats ;
- (c) La stabilité et la fixité de la loi.

C'est à cette faute qu'il faut attribuer la hausse considérable des prix de revient réels.

Peut-on remédier à cette situation ? C'est là une question de politique intérieure, mais en tout cas c'est la condition *sine qua non* du relèvement économique.

2. Partout, mais dans une mesure plus ou moins grande, les Gouvernements ont voulu soustraire à l'initiative privée et diriger eux-mêmes un grand nombre de services, tâche pour laquelle ils n'étaient pas préparés comme l'a démontré l'expérience d'hier et d'aujourd'hui :

- (a) Ils sont incapables d'administrer les chemins de fer ;
- (b) Ils sont incapables d'assurer les transports maritimes ;
- (c) Ils sont incapables d'administrer les ports ;
- (d) Ils sont incapables de diriger le commerce international ;
- (e) Ils sont incapables de régler l'échange des effets de commerce ;
- (f) Ils sont incapables de fixer le prix des objets de première nécessité ;
- (g) Ils sont incapables de conserver et de répartir ces objets après les avoir réquisitionnés.

C'est néanmoins ce qu'ils ont tenté de faire et ce qu'ils font encore ; ils vont même plus loin, négligeant dans l'intervalle leurs propres fonctions.

Les Gouvernements se sont mis à faire ce que l'on appelle du socialisme d'Etat et du "paternalisme," soumettant tous les citoyens à une tutelle générale ; ils ont créé des monopoles d'Etat innombrables et d'innombrables privilèges ; ils ont estropié, pour ainsi dire, l'initiative privée, détruit la spéculation dans le commerce et dans l'industrie ; ils ont considéré comme criminelles des méthodes commerciales absolument nécessaires, par exemple les "contrats à terme avec prime," les cartels, les trusts, la concurrence ; ils ont accaparé des stocks ou restreint la consommation, interdisant la vente au-dessous d'un prix fixe. Les Gouvernements agissent selon une théorie de prix absolument fautive et démodée, basée sur la théorie du coût de la production dont tout économiste reconnaît le caractère utopique ; et malgré cela ils favorisent cette théorie.

## MEMORANDUM

by

Professor Pantaleoni.

[Original.

## I.—FUNDAMENTAL FACTS OF THE ECONOMIC SITUATION.

1. Governments have ceased, to a very large extent everywhere, but in different measures, to furnish the general conditions necessary for the flow of production, such as :—

- (a) Public order (absence of violence) ;
- (b) Strict respect for validity of contracts ;
- (c) Stability, or fixity, of law.

They have enhanced real cost to an enormous extent by such conduct.

Whether this drawback can be remedied is a question of domestic politics. To achieve it is a *conditio sine qua non* of economic revival.

2. Governments have everywhere, but in a different measure, taken into their management and away from private management, a very large series of services for which they are utterly unfit, as ancient and recent experience has proved, viz. :—

- (a) They cannot manage railways ;
- (b) They cannot manage shipping ;
- (c) They cannot manage harbours ;
- (d) They cannot manage international commerce ;
- (e) They cannot manage the commerce in bills ;
- (f) They cannot regulate prices of commodities ; and
- (g) They cannot conserve and distribute commodities after requisition.

They have done and are doing all this and more, neglecting their proper functions.

Governments have taken to what is called State Socialism and Paternalism, or general tutorship of citizens, creating innumerable State monopolies, privileges ; laming private efficiency, destroying speculative commerce and industry, turning into crimes absolutely necessary ways of doing business, such as : " contracts à terme avec prime " ; combines, trusts, competition ; hoarding or deferring consumption ; refusing to sell under one's own price. Governments are also patronising and acting on the lines of a completely wrong and obsolete theory of prices, the cost of production theory, which every economist knows to be pure alchemy.

Les Gouvernements ont ainsi fait monter à un degré incroyable le coût de production réelle. Ils ont mis en pièces le mécanisme de la division du travail, le plus puissant de tous ceux que nous possédions.

Si l'on veut assurer le relèvement économique et procéder à la reconstruction il faut que tous les Gouvernements cessent de transformer le monde en un asile d'aliénés.

Si les Gouvernements cessaient de s'occuper de ce qui ne les regarde pas, la situation économique se rétablirait d'elle-même en cinq ans, et si le territoire en question était vaste en moins de temps encore.

Il est peu probable que les Gouvernements cessent d'intervenir pour s'occuper uniquement de leurs affaires c'est-à-dire d'assurer des conditions générales grâce auxquelles l'initiative privée ne serait pas paralysée ; ils ont en effet pour eux l'opinion publique qui les favorise à tort et les intérêts puissants de la bureaucratie et de la routine. L'opinion publique est toujours favorable au socialisme ainsi qu'à ceux qui traitent le peuple comme des petits enfants. Les seuls correctifs de cet état d'esprit sont : la misère, la détresse et la souffrance.

La Société des Nations telle qu'elle est conçue, est un nouvel organisme qui vient s'ajouter aux autres pour entraver l'initiative privée, la liberté de contrat, la liberté de circulation du capital et de la main-d'œuvre et la responsabilité de chacun pour ses propres actes. C'est un instrument politique agissant par l'intermédiaire des Gouvernements au détriment des sujets des nations plus faibles ou plus corrompues, dans l'intérêt de la ploutocratie qui a mis la main sur les Gouvernements puissants.

Partout plus ou moins, les Gouvernements subventionnent une presse corrompue, qui agit sur l'opinion publique, et les Gouvernements les plus puissants ont à leur solde la presse étrangère qui mystifie l'opinion publique dans tous les pays.

Une politique de ce genre peut évidemment procurer des bénéfices à certains, mais elle ne peut en aucune manière augmenter la somme totale de la richesse.

3. L'esprit d'invention qui est encore heureusement très puissant, et la suppression des obstacles qui s'opposent à l'application concrète des inventions et des découvertes nouvelles, sont les seuls facteurs qui puissent diminuer le coût réel de la vie. Il en était ainsi avant la guerre.

Les monopoles d'État et les interventions de l'État constituent des obstacles insurmontables à l'adoption rapide et générale de meilleures méthodes économiques de production. Tant que les conditions générales mentionnées aux paragraphes 1 et 2 ne seront pas remplies tout changement est impossible.

Bien peu de gens comprennent la valeur extraordinaire des inventions nouvelles comme facteur de la réduction des prix réels et par suite des sources de richesse nouvelle qu'ils détruisent ou neutralisent. Le public en général se fait une idée exagérée du rôle joué par la main-d'œuvre, une notion très vague du rôle joué par le capital et aucune idée de la valeur de la capacité, de l'ingéniosité et du génie. Voilà pourquoi il accorde ses faveurs au travail, pourquoi il entrave ou empêche les efforts des capitalistes et pourquoi il considère tous les chefs quels qu'ils soient : entrepreneurs, spéculateurs, marchands, organisateurs, etc., comme des criminels bons tout au plus à être jetés en prison ou en tout cas à être soumis aux ordres des ouvriers.

Governments have enhanced real cost—the resistance of nature to effort—to an incredible extent by this action.

They have broken to pieces division of labour, the most powerful machinery of all we dispose of.

Economic revival and reconstruction require them to stop going on to turn the world into a lunatic asylum.

If Governments were to get out of what is not their business, wherever this were to happen, within five years the economic situation would be square again and, if this area were large, in a shorter time.

The probability of Governments stopping their interference and taking again to their proper business, which is to furnish the general conditions for unfettered private activity, is very small, because public opinion supports them on the wrong line and very strong vested interests support bureaucracy and red tape. Public opinion is largely favourable to Socialism and Paternalism. Only poverty, distress and pain will correct it.

The League of Nations, as it is conceived, is a new instrument which is adding itself to the others to fetter private activity, freedom of contract, liberty of circulation of capital and labour, responsibility for one's own action. It is a political instrument acting through Governments, to the damage of private citizens of weaker or more corrupt Governments, in the interest of plutocracies which have got hold of powerful Governments.

Everywhere, more or less, Governments pay a corrupted Press, forming public opinion, and strong Governments pay foreign Press, bamboozling public opinion in those countries.

Such politics can, of course, furnish a distributional profit, but not a general increment in the flow of wealth.

3. Real cost of living can only be reduced by the action of new inventiveness—which is fortunately still very strong—and the absence of obstacles to the concrete application of new inventions or discoveries, such as was the case in pre-war times. Governmental monopolies and interferences are insurmountable obstacles to rapid and general introduction of more economic methods of production, and the lack of general conditions (paragraphs 1 and 2) are a block to any action as long as it subsists.

Not many people have a notion of the extraordinary value of new inventions which have been made, as a factor of reduction of real cost and, consequently, of the forces of new wealth which they are killing, or neutralising. The general public has an exaggerated notion of the action of ordinary labour ; less than a saving notion of the action of capital ; no idea whatever of the value of ability, ingenuity and genius. Therefore, it patronises labour, hampers or prosecutes capital and looks upon leaders—entrepreneurs, speculators, merchants, organisers, etc.—as criminals to be put into jail, or under the orders of labourers.

## II.—INFLATION.

4. Si toute inflation nouvelle cessait, l'équilibre des prix nominaux s'établirait de lui-même, aucune intervention de l'Etat n'est nécessaire.

Les prix nominaux n'exercent aucune influence sur l'échange des produits. Les prix nominaux quels qu'ils soient, qu'ils soient stables, arrêt par suite d'un dans l'inflation et du maintien de l'inflation existante, n'ont rien à voir avec le coût de la vie.

Il me semble que cette question a été définitivement réglée au point de vue théorique, depuis Ricardo.

5. Si toute inflation nouvelle cessait et si aucune intervention maladroite ne se produisait, les changes étrangers s'équilibreraient. Le commerce privé ne peut en aucune façon déranger l'équilibre des prix. Les prix se rétablissent d'eux-mêmes et les déviations sont insignifiantes. Je considère également que cette question est réglée depuis la publication de "Foreign Exchanges," de Joschen, Chapitre IV, pages 65, 66, 11ème Edition, 1883.

6. Les emprunts de Gouvernement à Gouvernement peuvent détruire complètement l'équilibre.

Les emprunts de gouvernements sur le Marché mondial ne peuvent pas détruire l'équilibre, le Marché traite les Gouvernements exactement comme il traite des particuliers. Les Gouvernements insolubles ne peuvent obtenir de crédit sur le Marché, mais les emprunts de Gouvernement à Gouvernement sont des actes politiques qui ne s'inspirent pas nécessairement des principes économiques. Ils ne constituent pas un contrat, ni un troc ou un échange selon Jevons. Ce sont des actes politiques, un mélange de force, de spoliation, de charité, un composé de critères sociologiques l'emportant sur les critères économiques; les prix politiques ne sont pas des prix économiques. Les premiers ne sont que l'expression de la conquête d'une classe par une autre ou d'une nation par une autre. Ce sont des parasites, ils peuvent durer s'ils sont modérés; autrement ils conduisent tous à la révolution ou à la dégradation nationale. Une sorte d'équilibre économique peut exister sous un régime de prix politiques à condition que ce régime soit modéré. Mais la production de la richesse, sa circulation, est toujours, en ce cas, inférieure à ce qu'elle pourrait être sous un autre régime. Tout système général de prix politiques porte en lui-même des germes de destruction.

7. Un retour à l'étalon d'or ne constitue pas une stabilisation de la monnaie. La courbe de la demande d'or était la résultante de la courbe de la demande d'or en tant que produit industriel et d'un grand nombre d'autres courbes de demande d'or à titre de monnaie légale, directe ou indirecte, dans un grand nombre de pays. L'or était réparti entre les nations commerciales d'après la loi de Ricardo.

Les courbes de la demande d'or comme monnaie légale directe ou indirecte n'existent plus. Tout rétablissement de l'une de ces courbes conduit à une révolution dans les prix, dans les changes étrangers et dans la valeur de l'or. Toute nation qui voudrait reprendre l'or comme unité monétaire aurait à subir un régime monétaire très instable qui lui reviendrait très cher. Elle aurait à passer par une nouvelle crise de caractère opposé à celle qui s'est produite lors de l'inflation. Si cette nation arrêtait l'inflation, elle obtiendrait un régime stable; et, si l'inflation n'était pas considérable

## II.—INFLATION.

4. Were new or additional inflation to stop, an equilibrium of nominal prices would be settled by itself. It needs no Government intervention whatever.

Nominal prices do not alter ratios of exchange of commodities. Nominal prices, whatever they be, if stable, through a stoppage of more inflation, and no reduction of existing inflation, have nothing to do with cost of living.

I expect this matter to be considered as solved, theoretically, ever since Ricardo.

5. If new inflation were stopped—and no tampering was going on—foreign exchanges would be equilibrium prices.

Private commerce can in no possible way trouble equilibrium prices. Redress is self-acting and deviations are small. I also take this proposition as settled ever since Joschen's "Foreign Exchanges," Ch. IV, pp. 65, 66, 11th ed., 1883.

6. Loans from Governments to Governments can upset equilibrium, to any extent.

Loans of Governments in the world market cannot upset equilibrium. The market treats Governments just as it treats its private members or constituents. Insolvent Governments get no credit in the market, but loans of Governments to Governments are political acts which do not follow necessarily economic lines. It is not contract. It is not Jevonsian barter or exchange. It is politics, viz., force, spoliation, charity, a "*mixtum compositumque*" of sociological criteria overruling economic criteria. Political prices are not economic prices. The former are the expression of conquest of a class by another class, or a nation by another nation; they are parasitic; they can last if temperate; else they may lead to revolution or national degradation; a qualified economic equilibrium can exist under a regime, a limited regime, of political prices. The production of wealth, its flow, is, however, always diminished as compared with what it else would be. A general system of political prices is self-destructive.

7. A return to a gold standard is not a stabilisation of money. The demand curve for gold was the addition of the demand curve for gold as an industrial commodity with a great number of very different demand curves, for gold as legal tender, direct or indirect, in many countries. Gold was distributed among trading nations according to Ricardo's law.

The demand curves as direct or indirect legal tender have been swept away. Any re-introduction of one of these curves leads to a revolution in prices and foreign exchanges and in the value of gold. The nation which were to take gold again would have to go through a very unstable monetary regime and undergo a cost to have it. It would undergo a crisis the reverse of the one it underwent when inflation was going on.

le développement de la production et des échanges augmenteraient la rapidité de la circulation et des méthodes de crédit et de compensation tout comme si l'étalon d'or existait.

Aucun prix n'est stable en réalité, car chaque prix envisagé en particulier, dépend de tous les autres. Mais le papier monnaie a lui aussi un prix relativement stable exprimé en termes d'or, en tant que marchandise, tout comme une marchandise quelconque. La stabilité relative des prix de l'or en termes de marchandise était due au marché énorme de l'or comme monnaie légale directe ou indirecte venant s'ajouter à sa valeur sur le Marché comme produit industriel. Mais ce temps n'est plus.

8. Les inconvénients économiques de l'inflation (augmentation du prix réel par suite de la désorganisation de tous les contrats, de la confusion qui en résulte dans tous les contrats nouveaux, de la nouvelle répartition de la richesse sur une base politique, et de la confiscation arbitraire et détournée de la fortune des individus au moyen de l'impôt); tout ce mal a été causé par la mise en circulation d'une quantité illimitée de papier comme monnaie légale. Aussitôt que les prix se sont élevés par suite de la quantité de cette nouvelle monnaie et de la rapidité de la circulation tout danger disparaît. Ce qui est fait est fait. "Inutile de pleurer" comme disait David Copperfield, si mes souvenirs sont exacts. Mais une forte restriction de l'inflation ne ferait que répéter tous ces maux encore une fois ou, peut-être entraînerait des maux pires encore dans un autre sens. Je dis "pires" parce qu'ils seraient encore plus funestes aux spéculateurs, qui sont les forces vives du commerce et de l'industrie et naturellement pour le plus grand nombre des débiteurs.

9. Il est probable que l'élévation des prix est aujourd'hui universelle, et que les taux des changes ont suivi les courbes d'équilibre de l'offre et de la demande sauf dans la mesure où l'on peut s'attendre à une nouvelle inflation, ou excepté dans les cas où le papier monnaie a été thésaurisé par les populations agricoles et n'a donc pas encore fait sentir son influence sur les prix. (Par exemple, je crois que sur les 18 milliards de lire imprimées par le Gouvernement italien 6 à 8 milliards environ sont thésaurisées par les paysans. Je crois qu'il en est plus ou moins de même, mais dans des proportions que j'ignore, dans la plus grande partie des districts de l'Europe Centrale et de l'Europe Orientale.)

10. A mon avis, les salaires ont suivi la hausse générale des prix nominaux, et je crois que le pouvoir d'achat des salaires réels dans les classes ouvrières a subi une hausse. Il s'est élevé même dans des proportions plus grandes et cela pour divers motifs :

(a) Les ouvriers dans toutes les branches de l'industrie ont pendant la guerre fait chanter d'une façon scandaleuse les Gouvernements ainsi que les industries travaillant pour la guerre. Ces industries, à leur tour, ont fait supporter la charge de ces salaires aux Gouvernements; les Gouvernements ont payé en faisant des dettes publiques, en imprimant du papier monnaie et en augmentant les impôts.

(b) Après la guerre les grèves ont été organisées sur une telle échelle que la résistance aurait à peu près partout déchaîné la guerre civile, guerre difficile à faire parce que par suite de la mainmise de

If it stops inflation, it has a stable regime. And if inflation was not large, the development of production and trade will increase velocity of circulation and methods of credit and compensation just as if it had a gold standard.

No price is really stable, as every single price depends on all prices. But a paper currency has also a relatively stable price in terms of gold as a commodity, just like any other commodity has. A relative greater stability of prices of gold in terms of commodity was due to gold's enormous market as direct or indirect legal tender, added to its market as industrial commodity. But that is over now.

8. The economic damage of inflation (enhancement of real cost by throwing out of gear all contracts and making new contracts a jumble and distributing wealth anew, politically, and taxing by a circuitous way people out of wealth in an arbitrary measure) this mischief has been done while paper was being pumped as legal tender into circulation. After prices have risen in conformity with the quantity and velocity of circulation of this new money, this mischief is over. What has been done cannot be helped. So "no use blubbering about it," as David Copperfield used to say, if I remember correctly. But to restrict inflation in a strong measure would be to go through the misery again in an opposite and worse sense. I say "worse" because more damaging to speculators who are the driving forces of industry and commerce and naturally prevalently debtors.

9. It is probable that prices have risen by this time all round and ratios of exchange have conformed to equilibrium curves of supply and demand, except in so far as new inflation is expected, or paper money is hoarded by agricultural populations and therefore not acting on prices. (As a case in point, I think that of 18 milliards of lire printed by the Italian Government from 6 to 8 are hoarded by peasants; I expect a similar phenomenon to be true in measures I cannot judge of in many districts of Central Europe and Eastern Europe.)

10. I do not think wages have lagged behind in the general rise of nominal prices. I therefore think real wages of labouring classes have risen in purchasing power. They have succeeded in rising more than proportionally for several reasons:—

(a) Workmen in all branches have outrageously blackmailed Governments during the war and industrial concerns working for the war; these concerns have in their turn shoved the wages bill on Governments; Governments have paid by making public debts, by printing paper money and by taxing;

(b) After the war, strikes have been organised on such a scale that, more or less everywhere, resistance would have had to take the shape of civil war, war not easy to wage because the extension of



l'état sur un grand nombre d'administrations ces grèves affectèrent profondément les services nationaux ; grèves des Chemins de Fer de l'Etat, des services postaux, des services télégraphiques et téléphoniques, des tramways des employés des contributions, de la marine marchande, des services de ports, et bien entendu des ouvriers d'usines et des travailleurs agricoles.

Partout les grévistes ont eu recours dans une large mesure à la violence. Ils signaient des contrats collectifs et une fois leurs salaires augmentés ils ne respectaient plus leurs engagements. Bien entendu le moment qu'ils choisissaient pour rompre leurs engagements était celui où ils savaient qu'aucune résistance ne pouvait être offerte, par exemple, dans le cas des agriculteurs, le moment de la rentrée des moissons ou dans le cas des ouvriers des ports le moment où les navires devaient être déchargés.

L'élévation excessive des salaires est mise en lumière par la réduction des heures de travail et le fait que ce travail est exécuté la pipe à la bouche.

Voici encore une autre preuve : Tout le luxe en matière de vêtements, de nourriture et de moyens de locomotion est aujourd'hui le privilège de la classe ouvrière qui a vu également ses revenus augmenter du fait des innombrables prix politiques s'appliquant à tout ce qui constitue son budget : le pain, la viande, les vêtements, le logement, l'éclairage, etc.

Les ouvriers n'ont rien économisé en fait. Tout leur argent a été consacré au plaisir et, il en est résulté un abaissement remarquable de la qualité morale.

À mon sens les salaires qu'ils reçoivent sont bien supérieurs à leur rendement effectif.

Cette élévation excessive des salaires est due, aux lois et aux mesures du Gouvernement, poussé à agir sous l'influence de la guerre d'abord et du socialisme et du bolchévisme ensuite.

Un tel état de choses ne peut guère durer : il est parasitaire et dépendant de la dette sur le capital et fait obstacle à l'épargne et à la production intensive.

En un mot, la courbe du revenu normal, la courbe dite de Pareto, a été et est encore déformée par des prix fixés pour des raisons politiques qui s'effondreront sous l'action de forces économiques normales, tendant à rétablir l'équilibre.

11. Le salaire de la classe moyenne composée des employés et des fonctionnaires n'a pas suivi l'augmentation des prix nominaux causée par l'inflation. Les retraités et les petits rentiers ont par suite beaucoup souffert.

12. En ce qui concerne les employés, le mal est très limité. Plusieurs mesures ont été prises pour y remédier.

13. Le chômage a été et est encore en grande partie artificiel. Il provient quelquefois du trade-unionisme ou du syndicalisme. Les "anciens" ne veulent pas admettre les nouveaux venus et maintiennent leur point de vue en faisant grèves et en se mutant. Dans nombre de cas, il faut en chercher la cause parmi les obstacles mis au commerce et à l'industrie par les monopoles gouvernementaux et le "paternalisme." Il y a des pays qui ont été divisés en autant de marchés fermés qu'ils comprennent de provinces. L'exportation et l'importation d'une préfecture à l'autre font constamment l'objet de prohibition pour de longues listes de denrées qui changent comme les vues d'un kaléidoscope.

Government functions brought the strikes to weigh on Government services ; strikes in State railways, in postal services, in telegraphic services, in telephone services, in tram services, in services of the inland revenue offices, in navy men, in harbour services, and of course in industrial concerns and agricultural labour.

The strikers used everywhere, in a large measure, violence. They would come to collective bargaining and then not keep their word after their wages had been increased ; the moment chosen for not keeping their word was, of course, whenever no resistance could be offered, say, in agriculture when crops have to be taken in, or in harbours when ships are expecting to be unloaded.

A proof that wages are very high is furnished by the shortening of the hours of work and the pipe-in-mouth way work is done.

Another proof is furnished by the fact that all luxuries in dress, in food and locomotion are now the privilege of the working classes. The working classes have also increased their real income by the innumerable political prices which have been put on everything which constitutes their budget : bread, meat, dress, lodgings, light, etc.

They have saved practically nothing, all being spent in enjoyment, with the consequence of a remarkable deterioration of moral quality.

To my mind their real wages are much above their marginal efficiency, through laws and Government action, acting first under the stress of war, then under the stress of Socialism and Bolshevism.

This state of things will necessarily break down as it is parasitic on debt capital and an obstacle to the formation of new savings and high productiveness.

In a few words—the normal income curve, say Pareto's curve, has been and is deformed through political prices which will break down under the action of normal economic forces tending to equilibrium.

11. Middle-class employees and State servants have had salaries lagging behind the rise of nominal prices through inflation and so have also suffered very severely—people living on pensions or on the revenue of bonds.

12. As far as employees are concerned, this evil is now only very limited. Many remedial measures have been taken.

13. Unemployment had been and is largely artificial. It is sometimes a consequence of Trade Unionism or Syndicalism. The old fellows will not let the new fellows in and keep their point by striking and riotousness. In many cases, it is due to obstacles in the lines of commerce and industry created by Governmental monopolies and Paternalism. Some countries have been broken up into as many closed markets as there are provinces. Exportation and importation from one Prefecture into another is constantly prohibited for long lists of commodities, which are changing like the views in a kaleidoscope. Emigration abroad is strictly regulated by Government in a country I know some-

Dans un pays que je connais bien, l'émigration est strictement réglementée par le Gouvernement. Les individus y sont considérés comme des objets de contrat de la part du Gouvernement. Les services du Gouvernement qui règlent le commerce en hommes et en denrées de toutes sortes sont tous composés pour la plus grande part de socialistes, qui considèrent que cette méthode est celle qui conduit à la prospérité. Ce sont en général de tels imbéciles qu'on ne peut les atteindre que par la satire. Je crois qu'il existe dans tous les pays des régimes analogues qui fournissent d'importants bénéfices à une bureaucratie malhonnête. Bien entendu, de tels bénéfices sont parasitaires ; ils sont accompagnés de la destruction de la production et des organes de production. Plus ces systèmes dureront, et plus il deviendra difficile de s'en débarrasser.

14. On pourrait peut-être en exposant, après enquête ces systèmes au grand public, amener leur abolition. Bentham dit quelque part : "En matière d'économie politique, bien des choses relèvent de l' "observation" et bien peu de l' "action." Nous touchons ici un point où l'observation et la publicité accordées au résultat de cette observation aboutiraient l'action.

### III.—INFLATION—*suite.*

15. Le point faible du papier monnaie en tant que monnaie légale, une fois qu'il a été stabilisé, consiste dans le fait que la parole des Gouvernements ne vaut pas un liard. Tous les Gouvernements sont des menteurs et tous les Gouvernements sont susceptibles de mentir. Qui est-ce qui garantit que la quantité fixée de papier monnaie ne sera pas encore augmentée ? Bien entendu, cette augmentation est soumise au contrôle parlementaire. C'est déjà quelque chose. Mais les Parlements eux-mêmes se verront poussés par la force des choses à manquer à leur parole et à désobéir à leur propre loi. Il est évident que la publicité est chose nécessaire. C'est quelque chose de plus solide que l'honnêteté parlementaire. Elle agit comme une menace immédiate d'un châtement sévère, car le marché punit immédiatement et aussitôt qu'il a connaissance de la faute. Néanmoins, il arrive quelquefois que cette menace n'a pas d'effet. Les Gouvernements et les Parlements démocratiques courent souvent droit au désastre.

C'est ce manque de garantie positive qui est cause que le papier monnaie est toujours dans une certaine mesure une valeur spéculative.

16. Il faut réveiller l'opinion publique et lui faire comprendre la valeur économique de l'honnêteté en matière de Gouvernement. La malhonnêteté privée est réprimée par les tribunaux. Malheureusement, il n'existe pas de prison pour les hommes d'Etat et les Assemblées politiques.

On ne peut faire disparaître ce défaut du papier monnaie. Seule la publicité peut avoir quelque effet, et cette publicité pourrait être l'objet de rapports hebdomadaires internationaux. Aucun pays ne possède beaucoup de papier monnaie étranger. Son seul usage est l'achat de produits domestiques. Les étrangers qui en détiennent perdent l'intérêt de leur argent et peuvent seulement spéculer sur les variations de prix des marchandises qui les intéressent, avant que les variations en quantité aient été arrêtées. Lorsque l'inflation a cessé et que le papier monnaie ne subit plus de fluctuation, en raison

(3232)

thing about. Men are considered as objects of Governmental contracting. The Government offices which regulate traffic of men and commodities are all full of Socialists who think that this is the way to prosperity. They are generally such utter fools that they can only be met by satire.

I expect analogous regimes to prevail in some other countries. These regimes furnish large profits to dishonest bureaucracy ; of course only parasitic profits accompanied with destruction of production and organising of production. The longer these systems last the more difficult it will be to shake them off.

14. An enquiry and description of these systems put before the public of the world might do something towards their abolition. Bentham says : "In Economics much is object of 'observation' little of 'action.'" Here is a case in point in which observation and divulging of what has been seen would be action.

### III.—INFLATION—*continued.*

15. The weak side of paper money, when it is legal tender, after it has been stabilised, consists in the fact that the word of Governments is not worth a halfpenny. All Governments have lied and all Governments are still apt to lie. What guarantee is there that the quantity index of paper money will not be pushed towards the right ? Of course it is subject to Parliamentary control. This is something. But also Parliaments will be swung out of their word and out of a law of their own. Of course, publicity must be had. This is something more solid than Parliamentary honesty. It acts like the dread of immediate punishment because the market punishes there and then, as soon as it knows. But, sometimes even this dread does not act. Governments and democratic Parliaments are apt to rush headlong into disaster.

This lack of positive guarantee renders paper money always in a certain measure a speculative value.

16. Public opinion must be intensely awakened to the economic value of Governmental honesty. Private dishonesty is repressed by courts of law. Unfortunately there are no prisons for statesmen and political bodies.

This defect of paper money cannot be mended. It can only be attenuated by publicity, which might also be agreed upon internationally, in weekly statements. Foreign paper money is never to a large extent within another country's domestic frontiers. Its only use is to buy domestic commodities. Foreigners holding it lose interest and can only speculate on variations in the price of commodities interesting them before variations in quantity have been stopped. When once inflation has been stopped and paper money no more fluctuates because of movements in its quantity

O 2

de la quantité en circulation, mais seulement en raison de changements dans la proportion des échanges de produits entre eux, le papier monnaie n'est plus une valeur de bourse intéressant la spéculation. En vue de spéculer sur la hausse ou la baisse relative des prix, les étrangers n'ont pas besoin de thésauriser le papier monnaie. Les opérations à crédit feront bien mieux leur affaire. En conséquence, il n'y a pour ainsi dire dans les autres pays étrangers, aucune circulation de papier monnaie, là où la stabilisation a eu lieu.

Le cas des marks allemands achetés par milliards à l'étranger—d'après mes calculs, l'Espagne aurait acheté pour 7 milliards de marks allemands et l'Italie pour 4 milliards—constituait une spéculation sur un papier monnaie non stabilisé.

17. Je ne vois aucune raison sérieuse d'empêcher le papier monnaie d'un pays de se rendre à l'étranger, si tel est l'intérêt des négociants et des banquiers. Je pense également qu'il est pour ainsi dire impossible d'empêcher cet exode à l'entrée ou à la sortie.

18. Si l'inflation était arrêtée, les marchés établiraient des valeurs relatives entre les différents papiers monnaie en circulation. C'est ce que les Gouvernements ne peuvent pas faire, soit séparément, soit d'une façon collective. Ils ne peuvent pas déterminer d'avance ce que devrait être le pouvoir d'achat de leur propre papier. Mais les marchés le feront immédiatement, et chaque jour, dans le monde entier. Les Gouvernements doivent se contenter d'enregistrer au moyen de nombres index très défectueux ce qui se passe sur les différents marchés, et ce que ces marchés leur communiquent au sujet du pouvoir d'achat du papier monnaie, et de toutes les marchandises du monde entier.

#### IV.—MOUVEMENT DU CAPITAL ET DU TRAVAIL.

19. Si le papier monnaie est stabilisé, si la loi l'emporte, si les contrats possèdent quelque valeur devant les tribunaux, si les Gouvernements fournissent les garanties nécessaires pour assurer la paix et l'ordre, s'ils n'entreprennent pas ce qu'ils ne peuvent pas accomplir, quelle est l'utilité d'un Gouvernement à caractère industriel ou commercial? Si les biens privés des citoyens sont respectés, même les pays ruinés comme l'Allemagne et l'ancienne Autriche, trouveront à l'étranger le capital qui leur est nécessaire, à son prix normal (je prends ce mot dans le sens employé par Marshall). Aucun système artificiel ne peut faire que ces pays ou d'autres obtiennent davantage, mais les systèmes artificiels peuvent faire qu'ils obtiennent moins et à un prix plus élevé. Mon raisonnement s'applique aussi bien à l'Italie qu'à la France.

Dans plusieurs cas, le capital affluera sous sa forme "propre." Cette forme peut être considérée comme "propre" au sens technique et légal seulement par les personnes intéressées, et non pas par les Gouvernements ou par les experts. Légalement et techniquement, le capital peut prendre un innombrables formes différentes qui varient constamment. Dans d'autres cas, et ils sont nombreux, il y aura migration de la population. Personne, sauf les individus intéressés eux-mêmes, ne peut dire quand, comment, dans quelle direction, ou par quelle route. Les Gouvernements ne le peuvent pas non plus. On peut même se demander si lorsque des pays qui autrement recevraient des immigrants, ferment leurs frontières, il est juste de leur répondre par des représailles quelle qu'elles soient. C'est là une vieille *vezata quaestio* comme tout le monde le sait, en matière de protectionnisme douanier.

index, but only because of changes in ratios of exchanges of commodities among themselves paper money is no more a speculative stock exchange security. To speculate on relative rises or falling off of prices does not require foreigners to hoard paper money. The commerce in credits will do it much better. Therefore, practically no circulation of domestic paper exists abroad when stabilisation has taken place.

The case of German marks bought by milliards in foreign countries—a valuation of my own puts the milliards of marks Spain bought to 7 milliards and the milliards bought by Italians to 4 milliards—was a speculation on unstabilised paper money.

17. I cannot see a valid reason for preventing domestic paper money going abroad if such is the convenience of merchants and bankers. I also think it practically impossible to prevent this flow out and in.

18. If inflation were stopped, the markets would fix relative values of the different paper circulations. Governments cannot do it, neither singly nor collectively. They cannot tell what ought to be the purchasing power of domestic papers. The markets will do it immediately, and every day, all over the world. The Governments can only look on and register—in very defective index numbers—what the markets are doing and telling them concerning purchasing power of paper money and every single commodity the world over.

#### IV.—FLOW OF CAPITAL AND LABOUR.

19. If paper money is stabilised; if law prevails; if contracts are good in court; if Governments furnish general services consisting in the conditions of pacific and orderly life; if they do not take upon themselves business they cannot manage, what Governmental service of the industrial or commercial type pays? If citizens' private wealth is respected, even most distressed countries like Germany and ex-Austria will have capital from abroad at its true supply price. (I take the word in Marshall's sense.) No artificial system can let these or any other countries have more. But artificial systems can let them have less and at a higher price. The same is my contention for Italy or France.

In many cases capital will flow in, in its proper shape. This shape can be judged as proper, technically and legally, only by the people concerned, and not by their Governments, or by experts. Legally and technically the forms are millionfold and will continually change. In many other cases population will migrate. Nobody except the individuals concerned can tell when, how, where to, by which way; Governments cannot. It is even very doubtful if the right answer to closure of frontiers by countries, which else would receive immigrants, is any kind of retaliation. This is a very old *vezata quaestio*, as everybody knows in custom-house protectionism.

20. Les différences de taxation, si la taxation nationale est bien proportionnée au revenu sous toutes ses formes, n'ont pas d'influence sur le commerce et les échanges entre différents marchés internationaux. Je veux dire entre des marchés fermés à la concurrence industrielle. Selon les paroles de Cairnes, elles ne modifient pas les prix comparatifs (dans le sens de Ricardo). Bien entendu, là où les marchés ne sont pas des marchés internationaux dans le sens de Ricardo, et là où les facteurs de production, le capital et le travail, peuvent émigrer, de façon à établir un niveau des bénéfices et des salaires, ils continueront leur mouvement vers les pays où les revenus nets sont les plus élevés. C'est le cas dans une grande mesure, de certaines parties de l'Europe et c'est ce qui se passe entre l'Europe et les Amériques du Nord et du Sud. Ceci me conduit à l'action gouvernementale.

#### V.—POLITIQUE GOUVERNEMENTALE.

21. N'importe quel imbécile peut fixer des impôts. L'intelligence consiste :

- (a) A réduire les dépenses et à rendre des services correspondant au montant des impôts ; et
- (b) A fixer des impôts qui ne mettent pas d'obstacle à la production et au commerce, ou du moins qui en mettent le moins possible.

Les Gouvernements ne veulent pas réduire les dépenses, du moins pas encore. Ils ont ici, devant eux, le plus magnifique champ d'action qui soit possible, et il faut les forcer à agir en ne leur permettant pas d'obtenir facilement du crédit. Il faut qu'ils passent en revue les meilleurs moyens d'utiliser les revenus présents et futurs, que leur donnent leurs placements. Ils sont dans la position d'un homme appauvri qui doit dresser la liste de tout ce qu'il désire, et du prix qu'il lui faudrait déboursier pour se satisfaire. Mais les prix et le pouvoir de les régler ne lui appartiennent pas. C'est le marché qui les fournit. Il doit atteindre un nouvel état d'équilibre dans lequel le surplus d'utilité (marginal utility) est proportionnelle aux prix. La règle pour les Gouvernements est identique à la règle pour les individus et pour les directeurs d'une grande société. Il peut arriver que pour réaliser des bénéfices dans l'avenir il faudra payer plus cher que si la pauvreté n'était pas survenue mais la pauvreté est survenue. C'est là un fait et aucun coup de pied bolchéviste, ni aucun bavardage de bourgeois, ne peut détruire ce fait. De même que les individus diminuent leurs dépenses en portant de vieux vêtements, de vieux souliers ou en cessant de fumer, de même les services gouvernementaux et municipaux doivent considérablement diminuer leurs dépenses. C'est encore une question de politique intérieure. Personne ne peut venir en aide à un prodigue. Là où le socialisme est fort, et où la démocratie est forte, les finances publiques seront mal dirigées. Et maintenant, combien de temps durera cette marée de socialisme et cette vague de démocratie ? Je ne peux pas le dire, mais le sort des finances en dépend.

Ce que l'on pourrait obtenir dans une certaine mesure, même sous un régime d'opinion publique socialiste ou démocratique, serait un service mieux organisé dans les services que le Gouvernement est appelé à assurer. Les pays où cela n'est pas possible courent à la ruine. Il faut, toutefois, s'attendre à ce qu'une amélioration se produise sous la pression de la pauvreté, mais, dans ce cas, l'activité privée

20. Differences in taxation, if domestic taxation is properly proportional to revenue in its different shapes, does not influence commerce and trade between international markets that is, markets closed to industrial competition; in the words of Cairnes, they do not alter comparative costs (in the Ricardian sense). Of course, where markets are not international markets in Ricardo's sense, and factors of production, capital and labour, can migrate in such a measure as to level profits and wages they will do so, and flow to where net incomes are largest. Now, this is the case, in a large measure, in certain quarters of Europe and between Europe and North and South America. This leads me to Government action.

#### V.—GOVERNMENTAL POLICIES.

21. Every fool can put on taxes. Ability consists in—

- (a) Reducing expenses by giving efficient service for tax-money ;
- (b) Putting on taxes which do not hamper production and trade, or do so less than any other.

Now, Governments will not do number (a) as yet. They have here the most formidable field before them and must be pushed into it by not easily receiving credit. They have to review the marginal utilities of present and future incomes from investments. They are in the position of a man who has turned suddenly to be much poorer than formerly. He must review all his satisfactions and their prices. The prices are not in his power of regulation. The market furnishes them. He must attain a new state of equilibrium in which marginal utilities are proportional to their prices. The rule for Governments is identical to the rule for individuals, or the managers of a large company. It may happen that future benefits will have to be paid for in the future at higher prices than they would have cost if poverty had not come on. But poverty has come on. This is a fact and no Bolshevik kicking or bourgeois talking will destroy it. Just like private people can reduce their expenses wearing old clothing and old shoes and giving up smoking and so on, so can Governmental and municipal services be enormously reduced. This is all a matter of domestic politics. Nobody can help a spendthrift. Where Socialism is strong, where democracy is strong, public finance will go the wrong way. Now, how long the high tide of Socialism and the high tide of democracy will still last, I cannot tell. But on this finance depends.

What could be obtained, in a certain moderate measure, even under Socialistic public opinion and democratic humbug, is a more efficient service in those services which Government is called upon to furnish. Countries where this is not obtainable go to the dogs. It is, however, to be expected that a certain amelioration will be obtained under the pressure of poverty. Then private activity would furnish a better

fournirait un champ meilleur pour les impôts. Les Gouvernements ne tueraient pas "la poule aux œufs d'or," comme ils le font en ce moment, bien que ce soit encore ici une question de politique intérieure. L'exemple de certains Gouvernements agit puissamment sur l'opinion publique des autres. De même que la Russie a été un exemple à ne pas suivre, de même il est possible qu'un Gouvernement républicain aux États-Unis puisse devenir un modèle de gouvernement européen.

22. Si les nations étrangères et leurs Gouvernements pensent qu'on devrait venir en aide aux pays éprouvés, qu'ils établissent le "free trade" dans leur propre pays et qu'ils agissent sur l'opinion publique, afin de le délivrer du "paternalisme," des industries d'Etat, des monopoles et qu'ils n'empêchent pas leurs propres citoyens de causer affaire en toute liberté avec qui ils veulent. Jusqu'ici, ils ne font rien dans ce sens. Il serait excellent que la Société des Nations énumérât les prohibitions, défenses, monopoles, de toutes sortes par lesquels les pays les plus riches ont étranglé les pays les plus pauvres, au moyen d'accords passés entre Gouvernements, ou par une action gouvernementale unilatérale. On estime dans plusieurs milieux que la Société des Nations est seulement une *longa manus* de ces Gouvernements qui, à leur tour, subissent fortement l'influence des Juifs internationaux et que la Société des Nations ne peut rendre aucun service aux faibles. On a donc des raisons de croire que la Société des Nations ne voudra pas faire la lumière sur l'action néfaste des Gouvernements puissants. Les colonies ne jouissent pas du régime de la porte ouverte. Elles n'en ont jamais joui, mais autrefois il y avait une sorte de système de porte à demi-ouverte. Aujourd'hui, les portes sont fermées, et là où l'on a accordé des mandats, les portes sont fermées doublement. Les métaux et les minerais sont monopolisés par les Gouvernements, et là où ils appartiennent à des sociétés financières, le capital de ces sociétés est contrôlé par les Gouvernements dont elles ne sont que la *longa manus*. Le boycottage est pratiqué par les Gouvernements au service de l'impérialisme. La guerre a continué après la paix, et l'esprit de méfiance s'est développé entre les alliés d'hier. C'est toujours la guerre, mais seulement sous une autre forme, sous une autre apparence. La Société des Nations constitue-t-elle un nouvel instrument de guerre? Voilà la question. Est-ce un instrument d'impérialisme? Voilà ce que bien des gens se demandent.

Si les méthodes actuelles continuent, c'est la faillite. La corde trop tendue se rompra. Dans leur intérêt, les Gouvernements forts devraient apprendre à pêcher le saumon et les Gouvernements faibles à ne pas leur servir d'instrument.

field for taxation. Governments would not be killing "la poule aux œufs d'or" as they are doing now. Although this again is a domestic question, the example of some Governments acts powerfully on public opinion of others. Just as Russia has been deterrent, a republican Government in the United States may prove to be modelling for European Governments.

22. If foreign nations and Governments think they ought to be of some help to distressed nations, let them have free trade with themselves and let them work on public opinion in the sense of freeing them from Paternalism, Government industries, monopolies, and let them not prevent their own citizens to debate freely business with whomsoever they think fit. As yet they are doing nothing of the sort. It would be very enlightening if the League of Nations were to enumerate the various prohibitions, embargoes, monopolies, by which wealthier nations have throttled poorer nations by means of bargains between Governments, or by one-sided Governmental action. It is thought in many circles that the League of Nations is only a *longa manus* of such Governments, which, in their turn, are partially under strong influences exerted by the International Jew, and that therefore the League of Nations is of no good to the weak. It is therefore thought that the League of Nations will do no such thing as to expose the detrimental action of strong Governments. Colonies are not under the regime of the open door. They never were. But a limping open door system did prevail. Now doors are shut and where mandates are given, doors are twice shut. Metals and minerals are monopolised through Governments and where they belong to financial companies, Governments have taken dominating shares in these companies so that they are the *longa manus* of Governments. Boycott is practised by Governments in the service of imperialism. War has been continuing after peace and animosity has been developed between former allies. It is war only in another shape, or exterior appearance. Is the League of Nations a new war instrument? That is the question many people are asking. Is it an instrument of imperialism?

If present methods go on, defaulting will be the consequence. The rope will break. In their own interest strong Governments ought to learn salmon fishing and weak Governments not to be their instrument.

PRIX DE L'ARGENT

PAR

G. FINDLAY SHIRRAS

(Directeur des Services de Statistique du Gouvernement de l'Inde)

PRICE OF SILVER

BY

G. FINDLAY SHIRRAS

*(Director of Statistics to the Government of India)*

Mémorandum présenté par G. Findlay Shirras, Directeur des Statistiques (Inde), sur les fluctuations du prix de l'argent, leurs causes, leurs effets sur le change des pays à étalon d'argent ; leur réaction sur le commerce et les prix dans le monde entier.

Ce mémorandum a été rédigé à la demande de la Section économique et financière de la Société des Nations pour la Conférence financière internationale qui devait se tenir à Bruxelles. Son objet est d'exposer brièvement les fluctuations du prix de l'argent, leurs causes, leurs effets sur le change des pays à étalon d'argent et leur réaction sur le commerce et les prix dans le monde entier. Dans ce mémorandum l'auteur exprime ses opinions personnelles et n'engage que sa propre responsabilité. Il n'a nullement la prétention d'exposer les vues du Gouvernement indien ou de l'"India Office," qui naturellement déclinent toute responsabilité à l'égard des statistiques ou des conclusions contenues dans le mémorandum.

#### FLUCTUATIONS DU PRIX DE L'ARGENT.

2. Les tableaux suivants exposent les fluctuations du prix de l'argent disponible ou argent "comptant" (en pence "par once "standard") à Londres depuis l'année d'avant-guerre (1913) jusqu'à ce jour, Juillet, 1920.

(A) *Prix annuels.*

	1913.	1914.	1915.	1916.	1917.	1918.	1919.	1920.*
Cours maximum ....	29 $\frac{3}{8}$	27 $\frac{1}{4}$	27 $\frac{1}{4}$	37 $\frac{1}{8}$	55	49 $\frac{1}{2}$	79 $\frac{1}{2}$	89 $\frac{1}{2}$
Cours minimum ....	25 $\frac{1}{16}$	22 $\frac{1}{8}$	22 $\frac{1}{8}$	26 $\frac{1}{16}$	35 $\frac{11}{16}$	42 $\frac{1}{2}$	47 $\frac{1}{2}$	44
Variation des prix ..	3 $\frac{3}{8}$	5 $\frac{1}{8}$	4 $\frac{1}{8}$	10 $\frac{1}{16}$	19 $\frac{1}{16}$	7	31 $\frac{1}{8}$	45 $\frac{1}{2}$
Prix moyen ....	27 $\frac{3}{8}$	25 $\frac{1}{8}$	23 $\frac{1}{8}$	31 $\frac{1}{8}$	40 $\frac{1}{8}$	47 $\frac{3}{8}$	57 $\frac{1}{8}$	69 $\frac{1}{8}$

\* Moyenne semestrielle (de janvier au 30 juin 1920) ; jusqu'au 2 juillet (inclusive) les moyennes furent 89 $\frac{1}{2}d.$ , 44 $d.$ , 45 $\frac{1}{2}d.$ , et 69 $\frac{1}{8}d.$

(B) *Cours mensuels 1920.*

	Janvier.	Février.	Mars.	Avril.	Mai.	Juin.	Juillet.*
Cours maximum	85	89 $\frac{1}{2}$	84	72 $\frac{1}{2}$	65 $\frac{1}{2}$	57 $\frac{5}{8}$	54
Cours minimum	75 $\frac{3}{4}$	82	65 $\frac{3}{4}$	64 $\frac{1}{2}$	57 $\frac{5}{8}$	44	51 $\frac{1}{2}$
Variation des prix.	9 $\frac{1}{4}$	7 $\frac{1}{2}$	18 $\frac{1}{4}$	7 $\frac{3}{8}$	7 $\frac{3}{8}$	13 $\frac{3}{8}$	2 $\frac{3}{8}$
Prix moyen ....	79 $\frac{3}{4}$	85	74 $\frac{3}{8}$	68 $\frac{3}{4}$	60	51 $\frac{1}{8}$	52 $\frac{1}{8}$

\* Chiffres des 8 premiers jours de juillet.

Nous avons emprunté les chiffres des cours annuels aux statistiques que nous a gracieusement fournies la Maison de Change bien connue, Pixley & Abell, Old Broad Street, Londres. C'est-à-dire que nous sommes remonté à la meilleure source possible. Les cours mensuels sont fondés sur les cours du marché quotidien.

3. Nous avons choisi le prix de Londres parce qu'en temps normal, c'est Londres qui dispose de la grande masse

Memorandum on the fluctuations in the price of silver and their causes, the effect upon the Exchanges of silver-using countries, and the reaction upon trade and prices in the world as a whole.

By G. FINDLAY SHIRRAS, Director of Statistics, India.

This Memorandum has been prepared at the request of the Economic and Financial Section of the League of Nations for the International Financial Conference which meets at Brussels. Its object is to show briefly the fluctuations in the price of silver and their causes, the effect upon the Exchanges of silver-using countries, and the reaction upon trade and prices in the world as a whole. The Memorandum embodies the writer's personal opinions and is submitted on his own responsibility only. It does not purport in any way to represent the views of the Government of India or the India Office, who, of course, accept no responsibility for the statistics or conclusions contained in the Memorandum.

#### THE FLUCTUATIONS IN THE PRICE OF SILVER.

2. The following tables illustrate the fluctuations in the price of "spot" or "ready" silver (in pence per standard ounce) in London from the pre-war year (1913) to date, July, 1920.

(A) *Annual Prices.*

	1913.	1914.	1915.	1916.	1917.	1918.	1919.	1920.*
Highest quotation ....	29 $\frac{3}{8}$	27 $\frac{1}{4}$	27 $\frac{1}{4}$	37 $\frac{1}{8}$	55	49 $\frac{1}{2}$	79 $\frac{1}{2}$	89 $\frac{1}{2}$
Lowest quotation ....	25 $\frac{1}{16}$	22 $\frac{1}{8}$	22 $\frac{1}{8}$	26 $\frac{1}{16}$	35 $\frac{11}{16}$	42 $\frac{1}{2}$	47 $\frac{1}{2}$	44
Range of prices ....	3 $\frac{3}{8}$	5 $\frac{1}{8}$	4 $\frac{1}{8}$	10 $\frac{1}{16}$	19 $\frac{1}{16}$	7	31 $\frac{1}{8}$	45 $\frac{1}{2}$
Average price ....	27 $\frac{3}{8}$	25 $\frac{1}{8}$	23 $\frac{1}{8}$	31 $\frac{1}{8}$	40 $\frac{1}{8}$	47 $\frac{3}{8}$	57 $\frac{1}{8}$	69 $\frac{1}{8}$

\* Six-monthly average (January to 30th June, 1920) ; to 8th July (inclusive) the averages were 89 $\frac{1}{2}d.$ , 44 $d.$ , 45 $\frac{1}{2}d.$ , and 69 $\frac{1}{8}d.$

(B) *Monthly Quotations, 1920.*

	January.	February.	March.	April.	May.	June.	July.*
Highest quotation.	85	89 $\frac{1}{2}$	84	72 $\frac{1}{2}$	65 $\frac{1}{2}$	57 $\frac{5}{8}$	54
Lowest quotation.	75 $\frac{3}{4}$	82	65 $\frac{3}{4}$	64 $\frac{1}{2}$	57 $\frac{5}{8}$	44	51 $\frac{1}{2}$
Range of prices	9 $\frac{1}{4}$	7 $\frac{1}{2}$	18 $\frac{1}{4}$	7 $\frac{3}{8}$	7 $\frac{3}{8}$	13 $\frac{3}{8}$	2 $\frac{3}{8}$
Average price....	79 $\frac{3}{4}$	85	74 $\frac{3}{8}$	68 $\frac{3}{4}$	60	51 $\frac{1}{8}$	52 $\frac{1}{8}$

\* Figures relate to the first 8 days of July.

These quotations of annual prices have been obtained from perhaps the best possible source, viz., statistics kindly supplied by the well-known firm of bullion brokers, Messrs. Pixley & Abell, Old Broad Street, London. The monthly quotations are based on daily market quotations.

3. The London price has been selected because in normal times it is London that handles the bulk of the silver mined,



de l'argent en lingots et par conséquent fixe le prix mondial. En général, l'argent, au sortir des mains des raffineurs, est dirigé par chargements hebdomadaires sur Londres où le marché du métal blanc est toujours ouvert. Les marchands ne sont pas nombreux. Aux réunions journalières des principaux courtiers de change, le prix est fixé après une revue minutieuse des ordres d'achat et de vente; la prépondérance des uns ou des autres se reflète dans le cours du jour. Les prévisions que l'on peut faire sur la quantité probable d'argent disponible dans un avenir rapproché influent aussi sur la fixation des cours. Comme le dit à ce sujet un écrivain: "La soi-disant 'fixation' des prix est entièrement sous le contrôle de quatre maisons de Change de Londres dont les représentants se rencontrent journalièrement à deux heures de l'après-midi. Ceux-ci, après avoir comparé la quantité d'argent que chaque maison est disposée selon le cas à vendre ou à acheter, fixent le prix auquel les transactions doivent s'effectuer et ce prix parvient au public comme cours du jour. S'il y a plus de vendeurs que d'acheteurs, le cours est naturellement en baisse; si les acheteurs prédominent, l'argent monte." La faiblesse de ce système s'est fait sentir pendant la guerre, quand les Gouvernements alliés se disputaient une quantité de métal relativement restreinte. Ils éliminèrent partiellement la concurrence en mettant en commun leurs ressources, ce qui leur permit de réduire à un seul le nombre des acheteurs. En temps normal, il existe deux cours, le prix de l'argent "disponible" ou "comptant" pour la livraison contre remboursement et le prix pour la livraison à terme de deux mois à compter de la date d'achat. Quand le cours du jour est fixé, le prix est câblé à presque tous les centres financiers du monde, et particulièrement aux pays qui sont grands consommateurs, l'Inde et la Chine. Le prix de Londres sert de base aux prix qu'atteint l'argent sur la plupart des marchés, sauf dans des cas exceptionnels comme dans la dernière guerre où l'embargo sur l'exportation et l'importation interrompit le jeu des forces économiques. Il est néanmoins intéressant de comparer les fluctuations du prix aux Indes et à Londres. Nous donnons ci-dessous les prix de l'argent sur place aux Indes (Bombay) en roupies et en annas pour 100 tolas:— (1 tola =  $\frac{3}{8}$  d'once):—

	R. A.		R. A.
1914 ... ..	65 11	1919, Mars 31 ... ..	113 0
1915 ... ..	61 2	1920—	
1916 ... ..	78 10	Janvier ... ..	115 0
1917 ... ..	94 10	Février ... ..	112 8
1918*—		Mars ... ..	113 0
Cours maximum...	117 2	Avril ... ..	111 0
Cours minimum	82 10		

\* Année où la loi Pittmann fut votée.

4. C'est un fait reconnu que les besoins de l'Inde et de la Chine ont une influence prépondérante sur le cours quotidien fixé à Londres par les courtiers. Les changeurs américains, Messieurs Handy & Harmon, donnent une évaluation intéressante à propos de la distribution de la production mondiale de 1919. Leur évaluation de 190,000,000 onces est, comme on le verra plus bas, en deçà de la réalité, mais les données relatives à la distribution montrent que l'Inde, la Chine et l'Extrême-Orient absorbent plus de la moitié du total disponible.

(3232)

and it is London, therefore, that fixes the world price. Ordinarily, the silver, after it leaves the hands of refiners, finds its way to London in weekly shipments and there is always in London a market for the white metal. Dealers are few. At the daily meetings of the leading brokers the price is arrived at by a scrutiny of the buying and selling orders, the preponderance of either of which is reflected in the day's quotation. The visible supply in the near future has also an effect in the determining of the quotation. As one writer puts it, "fixing, so called, is under the control of four firms of London brokers, who meet at 2 p.m. daily and then, after comparing the amount of silver each has to buy, or sell, as the case may be, fix a price at which the operations are to be put through, and this price goes out to the public as the quotation for the day. If there are more sellers than buyers, the quotation is, of course, put down; if the buyers predominate, silver goes up." The weakness of this system became apparent in the war, when the Allied Governments were competitors for a comparatively limited supply of the metal. They partly eliminated competition by a pooling arrangement that enabled them to purchase as one buyer. In normal times there are two quotations, the "spot" or "ready" price for cash against delivery, the "forward" quotation for silver deliverable in two months from date of purchase. After the fixing of the day's quotation the price is cabled to almost every financial city of the world, especially to the large consumers India and China. The London price is the basis for the prices that obtain in most markets, except in exceptional cases, as in the late war, when the embargo on export or import interrupted the play of economic forces. It is interesting, nevertheless, to compare the fluctuations in India with those in London. The following are the prices of spot silver in rupees and annas per 100 tolas in India (Bombay) (1 tola =  $\frac{3}{8}$  oz.):—

	R. A.		R. A.
1914 ... ..	65 11	1919, March 31st ... ..	113 0
1915 ... ..	61 2	1920—	
1916 ... ..	78 10	January ... ..	115 0
1917 ... ..	94 10	February ... ..	112 8
1918*—		March ... ..	113 0
Highest quotation	117 2	April ... ..	111 0
Lowest quotation	82 10		

\* Year in which Pittman Act was passed.

4. It is well known that the requirements of India and China have a preponderating influence on the day-to-day price that is fixed in London by brokers. The following estimate of Messrs. Handy & Harmon, the American silver brokers, on the distribution of the world's production of 1919 is interesting. Their estimate of 190,000,000 ounces is, as will be seen below, an under-estimate, but the data of distribution show that India, China, and the Far East account for over half the total.

P

Distribution.	Onces d'argent pur.	Distribution.	Fine ozs.
Etats-Unis—		U.S.A.—	
Travaux artistiques, industries de luxe, etc. ... ..	25,000,000	Consumption in the arts ... ..	25,000,000
Achats du Gouvernement ... ..	4,000,000	Government purchases ... ..	4,000,000
Achats du Gouvernement mexicain ... ..	3,000,000	Mexican Government purchases ... ..	3,000,000
Besoins de l'Angleterre et du Continent ... ..	25,000,000	England and Continental requirements ... ..	25,000,000
Envois aux Indes... ..	39,000,000	Shipments to India ... ..	39,000,000
Envois en Chine et en Extrême-Orient ... ..	65,000,000	Shipments to China and the Far East ... ..	65,000,000
Argent d'origine venant de différentes sources et de destination inconnue ... ..	29,000,000	Origin from various sources, destination unknown ... ..	29,000,000
	190,000,000		190,000,000

Tant que la balance du Commerce sera dans une très large mesure favorable à l'Asie, il y aura, comme en 1919, une demande considérable d'argent. La réciproque est également vraie. L'existence de grands stocks de produits asiatiques en Europe et en Amérique et la diminution qui en résulte de la quantité et de la valeur des exportations d'Asie, équivalent à une diminution de la demande d'argent, *ceteris paribus*, de ce côté. A tout considérer, il est assez probable que l'Inde, la Chine et l'Extrême-Orient réunis ont absorbé près de 55 pour cent de la production mondiale en 1919. Les industries d'art en ont absorbé 20 pour cent et les besoins de la frappe auxiliaire des monnaies 18 pour cent. Le reste est allé au Continent africain—7 pour cent—dont une portion considérable est absorbée comme aux Indes.

5. Après ces remarques préliminaires, entrons résolument *in mediis res*.

Ce qu'il y a de caractéristique dans les tableaux qui figurent au paragraphe 2 ci-dessus, ce sont les prix très élevés atteints en 1919 et en 1920, l'écart considérable des prix au cours de ces deux années et la moyenne élevée des prix à partir de 1917, si on les compare à l'année d'avant-guerre 1913. Le prix moyen de l'année d'avant-guerre était  $27\frac{9}{16}d$ ; la moyenne la plus basse de toutes les années fut atteinte en 1915, à savoir  $23\frac{11}{16}d$ . Le prix le plus élevé enregistré en 1915 ne fut que  $27\frac{1}{2}d$ . et le plus bas  $22\frac{5}{16}d$ . Toutefois en 1916, les prix commencèrent à monter brusquement et la moyenne de l'année fut  $31\frac{5}{16}d$ ; cette hausse continua en 1917 et vers le mois d'août de cette année, elle dépassa  $43d$ ., niveau auquel la valeur en lingots de la roupie et sa valeur au cours du change à  $1s. 4d$ . (à raison de 15 Rs. par £) sont identiques. On peut noter en passant que ce fut la hausse du prix de l'argent au-delà de ce point qui fit nécessairement monter la valeur du cours de la roupie. En septembre 1917, les Etats-Unis établirent un contrôle sur l'argent et interdirent son exportation sans autorisation. La loi Pittman du 23 avril 1918, qui constitue la mesure législative la plus importante qui ait été votée sur la question du change depuis 1893, autorisa la vente de l'argent jusqu'à concurrence de 350,000,000 de dollars d'argent prélevés sur la réserve de dollars. La part attribuée à l'Inde sur cette somme, qui équivaut à 270,000,000 d'onces d'argent pur, fut de 200,000,000 d'onces d'argent pur qui furent importées aux Indes avant le mois de juillet de l'année suivante. L'objet de cette loi, exposé dans le préambule, était "de conserver la provision d'or des Etats-Unis, de permettre d'équilibrer en numéraire argent les balances de commerce défavorables aux Etats-Unis, de fournir de l'argent à la frappe auxiliaire des

So long as the balance of trade is in favour of Asia to a large extent, there will be, as in 1919, a considerable demand for silver. The converse is also true. The existence of large stocks of Asia's products in Europe or America, and the consequent fall in the quantities and values of Asia's exports means a fall in the demand for silver, *ceteris paribus*, from that quarter. All things considered, it is not improbable that India, China and the Far East together took of the world's supply in 1919 not far short of 55 per cent. The arts consumed 20 per cent., and subsidiary coinage requirements were 18 per cent. The remainder went to the African Continent—7 per cent.—a considerable portion of which is absorbed as in India.

5. With these prefatory remarks I now plunge *in mediis res*. The main feature of the tables set out in paragraph 2 above is the very high prices reached in 1919 and 1920, the wide range of prices in these two years, and the high average prices from 1917 as compared with the pre-war year 1913. The average price in the pre-war year was  $27\frac{9}{16}d$ . and in 1915 the lowest average for any year was reached, viz.,  $23\frac{11}{16}d$ . The highest price recorded in 1915 was only  $27\frac{1}{2}d$ ., and the lowest  $22\frac{5}{16}d$ . In 1916, however, prices began to leap upwards, and the average for the year was  $31\frac{5}{16}d$ . This rise continued in 1917 and by August of that year it exceeded  $43d$ ., the level at which the bullion value of the rupee and its exchange value at  $1s. 4d$ . (the ratio of Rs. 15 = £1) are identical. It may be noted in passing that it was the rise in the price of silver above this point that necessitated the raising of the Exchange value of the rupee. In September, 1917, the United States controlled silver, and did not permit its export except under license. The Pittman Act of April 23rd, 1918, the most important piece of currency legislation since 1893, authorised the sale of silver not exceeding 350 million silver dollars from the dollar reserve. Out of this, the equivalent of 270,000,000 fine ozs., the share of India was 200,000,000 fine ozs., which were imported into India before July of the following year. The objects of the Act as stated in its preamble were "to conserve the gold supply of the United States; to permit the settlement in silver of trade balances adverse to the United States; to provide silver for subsidiary coinage and for commercial use; to assist foreign Governments at war with the enemies of the United States; and for the above purposes to stabilise the price and encourage the production of silver." After the passing of the Act, exports from the United States were allowed only if the silver were bought at  $101\frac{1}{2}$  cents or less per fine ounce and required for the prosecution of the war. Similar control was adopted

monnaies et au commerce ; de venir en aide aux Gouvernements étrangers en état de guerre avec les ennemis des Etats-Unis, et, à cet effet, de stabiliser les prix et d'encourager la production de l'argent." Après le vote de cette loi, les Etats-Unis n'ont permis les exportations que si l'argent était acheté à 101½ cents au plus par once d'argent pur, et si la poursuite des opérations militaires les rendaient nécessaires. Le Gouvernement canadien adopta un système de contrôle analogue, puis le Gouvernement britannique fixa pour l'argent un prix maximum, correspondant au maximum à New York. De cette façon, le cours de l'argent fut stabilisé et fixé à environ 1 dollar par once d'argent pur et les achats furent ainsi facilités, surtout pour les Indes.

De mai 1918 au 28 mars 1919, le prix à Londres varia entre 47¾d. et 50d. par once "standard." Le 1<sup>er</sup> avril 1919, le prix était de 49⅞d. En mai 1919, les Etats-Unis et le Royaume-Uni supprimèrent tous deux le contrôle.

Le lendemain de la suppression du contrôle, le prix monta brusquement à Londres à 53½d. et la hausse continua pendant la fin de 1919. Durant les six derniers mois de l'année dernière, se produisit la chute rapide du change américain ; et la Chine devint un gros acheteur d'argent.

A la fin de novembre 1919, les Etats-Unis décidèrent de vendre des dollars d'argent contre des dollars d'or et de permettre leur exportation en lingots. Ceci revenait à vendre le solde (ou une partie du solde) des dollars dont la vente était autorisée aux termes de la loi Pittman et qui avait été gardé aux Etats-Unis pour la frappe auxiliaire des monnaies et d'autres usages. L'argent se vendit à 129¼ cents par once d'argent pur, plus les frais modiques de fonte et de raffinage. La hausse persistante de l'argent dans des proportions fantastiques, comme par exemple, au mois de février de cette année, et sa chute, due surtout à la cessation des achats chinois, font de l'année 1920 un *annus mirabilis* dans l'histoire des prix de l'argent. Pendant la deuxième semaine de février de cette année, le prix monta à 89½d. Pendant les quatre mois qui se sont écoulés depuis cette date, un changement complet est survenu sur le marché de l'argent. Le 14 juin, une perte s'annonçait sur le prix-comptant de 5¾d. sur 44¼d. par once ; le point le plus bas depuis 42½d. fut atteint en 1918. La situation du marché présente actuellement un intérêt spécial. Les Etats-Unis sont maintenant forcés, à cause des achats d'argent d'origine américaine passés conformément aux termes de la loi Pittman, d'adopter deux cours pour l'argent : (1) Le prix de l'argent extrait aux Etats-Unis, conformément à l'obligation imposée par la loi Pittman et à laquelle nous venons de faire allusion ; (2) l'argent non américain ou extrait à l'étranger, dont le prix est influencé par le cours journalier de Londres. Il semble que le bouleversement temporaire du système (par lequel le prix mondial était fixé à Londres) ait pris fin maintenant. Depuis que les achats faits conformément à la loi Pittman ont été effectués, on a constaté un rétablissement des prix. Le cours à Londres de l'argent disponible était, au 8 juillet 54d. et l'argent "à terme" 52¾d. Le cours à New York à la même date était 94 cents pour les lingots étrangers et de 99½ cents pour l'argent provenant des mines américaines.

by the Canadian Government. The British Government followed by fixing a maximum price for silver corresponding to the maximum in New York. In this way silver was stabilised at about a dollar per fine ounce and purchases were accordingly facilitated, especially for India.

From May 1918 to March 28th, 1919, the price in London was between 47¾d. and 50d. per standard oz. On April 1st, 1919, the price was 49⅞d. In May 1919 both the United States and the United Kingdom withdrew control. On the first day of decontrol the price rose sharply in London to 53½d., and during the latter part of 1919 continued to soar. The last six months of last year was the period when the rapid fall in the American exchange took place and China was a heavy buyer of silver. At the end of November 1919 the United States decided to sell silver dollars for gold dollars, and to allow them to be exported in bars. This meant the selling of the remainder (or part of the remainder) of the dollars authorised for sale under the Pittman Act, which had been kept for subsidiary coinage in the United States and for other purposes. The silver was sold at 129¼ cents per fine oz. plus a small charge for melting and refining. The continued rise of silver to the giddy heights reached in February of this year, and the fall, owing mainly to the cessation of China's buying, makes the year 1920 an *annus mirabilis* in the history of silver prices. In the second week of February this year the price rose to 89½d. During the four months that have elapsed since that date a complete change has come over the silver market. On June 14th the cash price gave way 5¾d. to 44¼d. per oz., the lowest point reached since 42½d. was touched in 1918. An interesting position has now been reached. The United States is now driven on account of the purchases of American-produced silver under the Pittman Act to two quotations for silver : (1) the price of silver mined in the United States in fulfilment of the obligation just referred to under the Pittman Act ; and (2) non-American or foreign-mined silver which bears a relation to the London daily quotation. It would appear that the momentary upsetting of the arrangement (by which the world price was fixed in London) is now a thing of the past. Since purchases under the Pittman Act have taken place, there has been a recovery in price. The quotation in London for spot silver on July 8th was 54d. and for forward silver 52¾d. The New York quotation on the same date was 94 cents for foreign bullion and 99½ cents for the American-mined product.

## CAUSES DES FLUCTUATIONS DU PRIX DE L'ARGENT.

6. Les statistiques présentent un grand nombre de faits relatifs aux causes des fluctuations du prix de l'argent. Je prends d'abord les statistiques de production. La production mondiale de l'argent était la suivante :—\*

	Once argent pur. (Millions.)
1913	223·9
1914	168·5
1915	184·2
1916	168·8
1917	174·2
1918	197·4
1919	195·0
1920 (production probable)	195·0

Ces chiffres sont les plus récents qu'ait fournis le Directeur de la Monnaie des Etats-Unis et comprennent des corrections qui ont été faites aux chiffres publiés précédemment par le même service. Après examen attentif de toutes les données disponibles qui concernaient la production, il fut décidé, dans une entrevue avec l'éminent statisticien, M. A. W. Flux, Chef du Service des Statistiques du Board of Trade à Londres, que l'on considérerait les chiffres des années 1913 et 1918 comme ayant été finalement révisés dans le rapport du Directeur de la Monnaie, mentionné plus haut. M. Flux n'est pas d'avis de changer mon chiffre de 195 millions pour 1919. Le chiffre de 1920 (dont je suis seul responsable) fut obtenu après une entrevue avec MM. Samuel Montagu & Co., changeurs à Londres, en mai 1920. En raison de l'incertitude qui existait en ce qui concerne l'achat de l'argent à un dollar par once effectué en vertu de la loi Pittman, et la diminution de la demande d'argent de la part de la Chine, il est probable que le résultat se traduira par une production plus faible que celle de 1919. Il est intéressant d'examiner la production mondiale par pays, comme le montre le tableau ci-dessous.

Production d'argent des principaux pays en 1917, 1918, et 1919 par rapport à l'année d'avant-guerre (1913) :—

(En milliers d'onces d'argent pur.)

	1913.	1917.	1918.	1919.	Diminution en 1919 par rap- port à l'année d'avant la guerre.
Mexique ...	70,704	35,000	62,517	75,000	× 4,296
Etats-Unis ...	66,801	71,740	67,810	55,285	— 11,516
Canada ...	30,525	22,221	21,285	15,675	— 15,850
Autres pays ...	54,878	45,227	45,783	49,040	— 5,838
	223,908	174,188	197,395	195,000	— 28,908

\* L'annexe du rapport du Comité de la "East India Currency" contient un relevé de la production minière d'argent, qui donne des totaux pour la production mondiale excédant ceux donnés ci-dessus jusqu'en 1917, date à laquelle s'arrête l'exposé en question.

## CAUSES OF THE FLUCTUATION IN THE PRICE OF SILVER.

6. There is a joyous vintage of statistical facts relating to the causes of the fluctuations in the price of silver. I turn in the first place to the statistics of production. The world's production of silver was as follows :—\*

	Fine ozs. (Millions.)
1913	223·9
1914	168·5
1915	184·2
1916	168·8
1917	174·2
1918	197·4
1919	195·0
1920 (probable production)	195·0

These are the latest figures of the U.S. Director of the Mint and embody corrections in some issued earlier by the same authority. After a careful examination of all available data regarding production it has been decided in consultation with that able statistician, Mr. A. W. Flux, Head of the Statistical Department of the Board of Trade, London, to take the figures for the years 1913 to 1918 as finally revised in the Report of the Director of the Mint referred to above. Mr. Flux is not disposed to altering my figure of 195 millions for 1919. The figure for 1920 (for which I alone am responsible) was arrived at after consultation with Messrs. Samuel Montagu & Co., bullion brokers, London, in May 1920. It is probable that the uncertainty that prevailed regarding the purchase of silver at \$1 per oz. under the Pittman Act and the falling-off in China's demand for silver may result in a figure of production lower than that of 1919. It is interesting to examine world production by countries as set out below.

The production of silver by principal countries in 1917, 1918 and 1919, as compared with the pre-war year (1913) :—

IN THOUSANDS OF FINE OZS.

	1913.	1917.	1918.	1919.	Decrease in 1919 as against Pre-War Year (1913).
Mexico ...	70,704	35,000	62,517	75,000	+ 4,296
United States ...	66,801	71,740	67,810	55,285	— 11,516
Canada ...	30,525	22,221	21,285	15,675	— 15,850
Other countries ...	54,878	45,227	45,783	49,040	— 5,838
	223,908	174,188	197,395	195,000	— 28,908

\* The Appendix to the Report of the East India Currency Committee contains a Statement of Mine Production of Silver, which furnishes total for the world's output exceeding those given above down to 1917, the latest date covered by the Statement in question.

Les conclusions générales que l'on peut tirer de l'examen du premier de ces tableaux sont : (1) La grande diminution de la production mondiale de l'argent par rapport à l'année d'avant-guerre ; une diminution d'au moins 55.1 millions d'onces (argent fin) ; et (2) la reprise en 1919 à 195 millions d'onces. Néanmoins, la production de 1919 était encore de 28.9 millions d'onces en-dessous de la production de l'année d'avant-guerre. On peut tirer du dernier tableau deux conclusions intéressantes : (1) La rapidité extraordinaire avec laquelle le Mexique s'est relevé ; et (2) le fait que les trois quarts de l'approvisionnement du monde en argent proviennent du Mexique et de l'Amérique du Nord. Quoique la diminution de la production au Mexique coïncidât à peu près avec la guerre, elle ne fut pas causée par la guerre, mais par la situation intérieure. La diminution de la production au Canada est due à l'épuisement progressif des mines de cobalt. La diminution de la production d'argent aux États-Unis en 1919 par rapport à celle du Mexique fut due à l'existence de grands stocks de cuivre et par conséquent, au ralentissement de l'exploitation des mines de cuivre d'où est extraite une grande proportion de l'argent.

7. Il n'y a pas vraiment de mystère dans la hausse du prix de l'argent. La production mondiale (qui était de 226 millions d'onces argent pur en 1911) étant descendue à 168,800,000 d'onces en 1916, il s'ensuivit une forte demande pour le monnayage et les besoins analogues. Il n'est pas hors de propos d'étudier cette question avec soin. Cette demande pour les besoins de monnayage est due en partie à la hausse des prix. L'Inde, comme je l'ai démontré dans mon livre, "Indian Finance and Banking,"\* absorba 35 pour cent de la production mondiale annuelle d'argent pendant la période décennale 1904-05 à 1913-14, 26 pour cent avant la guerre pendant la période quinquennale 1909-10 à 1913-14, 32 pour cent en 1914-15, 17 pour cent 1915-16, 53 pour cent 1916-17, 40 pour cent 1917-18, 112 pour cent 1918-19. L'augmentation de ces pourcentages dépasse tout ce que l'on peut imaginer. Les événements qui ont provoqué la demande énorme d'argent de la part de l'Inde sont exposés dans "Indian Finance and Banking," ainsi que la grande demande de produits des Indes à des prix extraordinairement élevés. En raison de l'impossibilité d'obtenir en échange en quantités suffisantes des étoffes en pièces, du fer et de l'acier, et autres marchandises, ainsi que des importations d'or, même de Londres (marché demeuré jusqu'à présent libre pour l'or), il y eut à Londres une forte demande de crédits en roupies aux Indes. Le Secrétaire d'Etat négocia des traites, mais seulement sur une petite échelle, car les roupies disponibles aux Indes étaient limitées. La vente à Londres de ces "council-drafts" (traites indiennes) provoqua à Calcutta, Bombay et Madras, une grande demande de roupies. Il y avait ainsi une grande tension sur les disponibilités de roupies. L'envoi de roupies à l'intérieur du pays pour payer les articles d'importance nationale, qui étaient à des prix élevés à cause de la demande étrangère, explique à lui seul l'accroissement de la demande de roupies. Mais les difficultés monétaires sont toujours grosses de conséquences. Les personnes responsables de ces exportations ne pouvaient

The broad conclusions that emerge as one casts an eye down the former of these two tables are (1) the large decrease in the world's silver production in 1916 as against the pre-war year—a decrease of no less than 55.1 million fine ozs.; and (2) the recovery to 195 millions ozs. in 1919. The production of 1919, however, was still 28.9 million fine ozs. below the production of the pre-war year. The latter table has two interesting lessons of its own: (1) the amazingly great recuperative power of Mexico, and (2) the fact that three-quarters of the supply of the world is from Mexico and North America. Although the fall in Mexican production coincided approximately with the war, it was not caused by the war but by internal conditions. The fall in the Canadian supply is due to the progressive exhaustion of the cobalt field. The decrease in the production of United States silver in 1919 as compared with its immediate predecessor was due to the large copper stocks and the consequent short working of the copper mines from which a large proportion of the silver is obtained.

7. There is no real mystery in the rise in the price of silver. Coupled with the fact that the world production (which in 1911 amounted to 226,000,000 fine ozs.) was down to 168,800,000 ozs. in 1916, there was the great demand for coinage and similar purposes. It will not be elucidating the obvious if this fundamental cause is examined. This demand for coinage purposes was in part due to the rise in prices. India, as shown in my book on "Indian Finance and Banking,"\* took the equivalent of 35 per cent. of the world's annual production of silver during the decennium 1904-05 to 1913-14, 26 per cent. in the pre-war quinquennium (1909-10—1913-14), 32 per cent. in 1914-15, 17 per cent. in 1915-16, 53 per cent. in 1916-17, 40 per cent. in 1917-18, and 112 per cent. in 1918-19. The rise in these percentages is such as to leave the imagination gasping. The events leading up to the huge demand on the part of India for silver are set out in "Indian Finance and Banking." With the large demand for India's products at unusually high prices, and the sheer impossibility of obtaining in return in anything like sufficient quantities, piece-goods, iron and steel, and other commodities, as well as imports of gold even from London (hitherto a free market for gold), there was a great demand in London for the right to rupees in India. The Secretary of State sold drafts, but only to a limited extent, as the rupee balances in India were limited. These sales in London of Council drafts meant in Calcutta, Bombay, and Madras a great demand for rupees. There was thus a great strain on Indian rupee balances. The rupees were sent up country to pay for articles of national importance which were, in view of the demand abroad, at high prices, and this fact in itself helps to explain the demand for more rupees. But troubles in currency do not come singly. The producers of these exports could not obtain imports either in the form of piece-goods and similar articles or in the form of gold and uncoined silver. Rupees on this account remained up country and did not move back in the ordinary way to replenish rupee stocks at the ports.

\* Publié par Macmillan & Co., Londres. Voir page 60. Les pourcentages pour 1917-18 et 1918-19 ont été corrigés à la suite de la revision des chiffres de la production en argent pour ces années.

\* Published by Macmillan & Co., London. See p. 60. The percentages for 1917-18 and 1918-19 have been revised consequent on the revision of the silver production figures for these years.

obtenir d'importations, ni sous la forme d'étoffes en pièces, et articles similaires, ni sous la forme d'or et d'argent non monnayé. Il en résulta que les roupies restèrent à l'intérieur du pays et ne revinrent pas suivant la manière habituelle réapprovisionner les stocks de roupies dans les ports. Les producteurs, dans un pays où les banques ne sont pas développées et où chacun est son propre banquier, ne pouvaient que garder chez eux le produit de leurs récoltes. Au lieu de ramener du marché des articles, etc., pour leur compte et pour leur famille, ils ramenaient des roupies. Les statistiques ayant trait à l'absorption sont intéressantes à ce point de vue. Par absorption, nous ne voulons pas dire que toutes les roupies ont disparu l'absorption veut simplement dire que les roupies sont passées dans la circulation et ne sont pas revenues.

#### ABSORPTION DES ROUPIES (Y COMPRIS LES $\frac{1}{2}$ ROUPIES):

Moyenne annuelle d'avant-guerre (1909-10 à 1913-14).	1914-15.	1915-16.	1916-17.	1917-18.	1918-19.	Moyenne annuelle (1914-15 à 1918-19).
8,78	-6,70	10,40	33,81	27,86	45,02	22,08

(— signifie que les roupies sont revenues de la circulation.)

Nous avons ici une augmentation de l'absorption de roupies et de  $\frac{1}{2}$  roupies en 1918-19 supérieure à 62 pour cent à celle de 1917-18 et de 413 pour cent à la moyenne d'avant-guerre. Une absorption plus grande est du gaspillage; ceux qui enterrent ces roupies et qui les cachent sont, comme dans la parabole des Talents, des serviteurs inutiles. Tous ces faits indiquent clairement qu'il s'est produit une demande très forte de roupies où naturellement le Gouvernement seul a part. Il a donc fallu acheter de l'argent pour frapper des roupies, afin de maintenir les disponibilités au minimum nécessaire, et de reculer l'inconvertibilité permanente ou temporaire de l'émission des billets. De grands achats d'argent s'ensuivirent et par suite les prix augmentèrent énormément. Les Etats-Unis, à la suite de négociations (résultant du vote de la loi Pittman) descendirent sur l'Inde, non pas comme le Jupiter du vieux temps sous forme de pluie d'or, mais littéralement sous forme de pluie d'argent. (*Locus citatus* Chap. III, "Le Système monétaire de l'Inde pendant la guerre.") Les achats d'argent du Secrétaire d'Etat aux Indes pendant les cinq dernières années, furent les suivants :—

	Sur le marché libre. (Onces standard).	Provenant de la réserve-dollar des Etats-Unis. (équivalent en onces standard).
1915-16 ... ..	8,636,000	—
1916-17 ... ..	124,535,000	—
1917-18 ... ..	70,923,000	—
1918-19 ... ..	106,410,000	152,518,000
1919-20 (jusqu'au 30 nov. 1919 seulement)*.	14,108,000	60,875,000
	324,612,000	213,393,000
	538,005,000 (onces standard).	

\* Depuis novembre 1919 les Indes ne sont plus représentées sur le marché de l'argent, que par la Compagnie des Mines de Birmanie dont l'argent est acheté en vertu d'un accord passé avec la Compagnie.

The producers of these commodities had, in a country where banking is not developed, where every man is his own banker, simply to "sit on" the proceeds of their crops, and instead of bringing back from market piece-goods, etc., for themselves and their families, brought home cash. The absorption statistics are of interest in this connection. By absorption we do not mean that the rupees have all been buried. Absorption merely indicates that the rupees have been passed into circulation and have not come back.

#### RUPEE (INCLUDING HALF-RUPEE) ABSORPTION.

[In lakhs of rupees.]

Pre-War Annual Average (1909-10 to 1913-14).	1914-15.	1915-16.	1916-17.	1917-18.	1918-19.	Annual Average (1914-15 to 1918-19).
8,78	-6,70	10,40	33,81	27,86	45,02	22,08

(— means a return from circulation.)

Here we have an increase of 62 per cent. in the absorption of rupees and half-rupees in 1918-19 above that of 1917-18, and 413 per cent. above the pre-war normal. Such a large absorption is wasteful. Truly those who bury rupees in the ground and hide them away are, as in the parable of the Talents, unprofitable servants. All these facts meant in plain language a heavy drain on rupees, the only producers of which were, of course, Government. It was necessary, therefore, for Government to purchase silver to coin rupees in order to keep up their balances to the necessary minimum and to stave off inconvertibility, permanent or temporary, of the note issue. Large purchases of the white metal were necessary and prices accordingly soared. The United States, as a result of the negotiations (resulting in the passing of the Pittman Act) descended on India, not like Jupiter of old in a shower of gold, but literally in a shower of silver! (*Locus citatus* Chapter III, "The Indian Currency System in War Time"). The silver purchased by the Secretary of State for India in the last five years has been as follows :—

	In Open Market. (Standard ozs.).	From United States Dollar Reserve (equivalent in Standard ozs.)
1915-16 ... ..	8,636,000	—
1916-17 ... ..	124,535,000	—
1917-18 ... ..	70,923,000	—
1918-19 ... ..	106,410,000	152,518,000
1919-20 (to Nov. 30th, 1919 only)*.	14,108,000	60,875,000
Total ... ..	324,612,000	213,393,000
Grand Total ... ..	538,005,000 standard ozs.	

\* From November, 1919, the Government of India have been practically out of the silver market except in regard to the silver produced by the Burma Mines Company, in Burma, which is purchased under agreement.

Entre avril 1916 et mars 1919, pour une période de trois années seulement, plus de 453,000,000 onces standard (c'est-à-dire 925 onces d'argent fin) furent achetées pour le monnayage contre 180,000,000 onces standard entre avril 1904 et mars 1907, période de trois années durant laquelle la demande pour le monnayage avait été particulièrement forte. On peut aussi se rendre compte à quel point l'argent est monnaie courante universelle, et comment l'augmentation des prix a entraîné une demande plus grande de pièces d'argent pour la circulation, en considérant les achats du Gouvernement des Etats-Unis en lingots d'argent pour le monnayage subsidiaire. La moyenne annuelle des achats pour les cinq années financières se terminant en 1914 était de 3,645,283 onces d'argent pur; pour les cinq années se terminant en 1919, elle est 11,887,220 onces d'argent pur. Les achats des Gouvernements étrangers dont le Bureau de la Monnaie des Etats-Unis a connaissance jusqu'à présent ont été les suivants :

(En millions d'onces d'argent pur.)

	1913.	1914.	1915.	1916.	1917.	1918.
Inde ... ..	59	19	5	76	96	148
Chine ... ..	29	77	110	80	38	Pas de renseignements.
Grande-Bretagne* ...	6	21	26	28	14	
France ... ..	3	4	12	21	12	12
Japon ... ..	2	1	1	3	67	7
Italie ... ..	2	3	2	3	3	Pas de renseignements.

\* Indépendamment de l'Inde et des Possessions Britanniques en Afrique Occidentale.

Note.—Les Pays-Bas indiquent que leurs achats sont de 4 à 5 millions d'onces d'argent pur pour les années 1913, 1914, 1915, 1916 et 1917 et de 16 millions et demi d'onces d'argent pur pour l'année 1918.

8. L'Inde diffère de la Chine en ce qu'elle a l'habitude d'importer annuellement (importations nettes) une grande quantité d'or afin de liquider partiellement sa balance commerciale favorable. La moyenne quinquennale d'avant-guerre des importations nettes d'or aux Indes était de 7 millions de livres sterling en lingots et numéraire étranger et 12 millions de livres sterling en souverains-or dont une grande partie était fondue et utilisée pour la bijouterie nécessaire aux besoins sociaux et industriels. Pendant les cinq années de la guerre se terminant le 31 mars 1919, l'importation d'or aux Indes, en quelque quantité que ce soit fut absolument interdite dans l'intérêt des finances des Alliés. La moyenne des importations nettes pendant cette période fut seulement de 5 millions de livres sterling par an dont 2 millions de livres sterling en souverains-or et le reste en lingots et pièces d'or autres que des souverains. La production moyenne d'or par an pour les besoins privés fut réduite à un chiffre inférieur à celui des 25 années précédentes, à l'exception des années de famine. Cette disette d'or créa aux Indes une demande exceptionnellement forte d'argent. Le tableau suivant montre les importations et les exportations nettes, suivant le cas, comparées à celles de l'année précédant la guerre. Ces chiffres comprennent les importations et les exportations faites pour le compte du Gouvernement aussi bien que pour celui des particuliers. Le tableau a été préparé par le Bureau des Statistiques du "Board of Trade" de Londres.

Between April 1916 and March 1919, a period of three years only, over 453,000,000 standard ozs. (i.e., 925 fine) were brought for coinage as against 180,000,000 standard oz. between April 1904 and March 1907, a triennium in which the demand for coinage had been especially heavy. A further illustration of how silver is the pocket-money of the world and how the rise of prices has made a demand for more silver coin in circulation is seen from the purchases of the United States Government of silver bullion for subsidiary coinage. The annual average purchase for the five fiscal years ending 1914 was 3,645,283 fine oz.; for the five years ending 1919, 11,887,220 fine oz. The purchases of foreign Governments, so far as reported to the United States Mint Bureau, have been as follows:—

(In millions of fine ozs.)

	1913.	1914.	1915.	1916.	1917.	1918.
India ... ..	59	19	6	76	96	148
China ... ..	29	77	110	80	38	No report.
Great Britain* ...	6	21	26	28	14	No report.
France ... ..	3	4	12	21	12	12
Japan ... ..	2	1	1	3	67	7
Italy ... ..	2	3	2	3	3	No report.

\* Independent of India and British West Africa.

Note.—The Netherlands reported their purchases as between 4 and 5 million fine ozs. for the years 1913, 1914, 1915, 1916, and 1917, and 16½ million fine ozs. for the year 1918.

8. Unlike China, India is in the habit of importing (net import) annually a large amount of gold in partial settlement of her favourable balance of trade. The pre-war quinquennial average net imports of gold into India were £7,000,000 in bullion and foreign coin, and £12,000,000 in sovereigns. A large part of this was used for melting down into jewellery required for social and industrial purposes. In the five war years ending March 31st, 1919, India was not permitted to take gold in any quantity as it was considered not to be in the interest of Allied finance. The average net imports in this period were only £5,000,000 a year, of which £2,000,000 were sovereigns, the remainder being in bullion and coined gold other than sovereigns. The yearly average supply of gold for private needs was reduced to a figure below that of any of the preceding twenty-five years, except famine years. This dearth of gold created in India an exceptionally strong demand for silver. The following table shows the net imports or net exports as the case may be, as compared with the pre-war year. These figures include imports and exports on Government as well as on private account. The Table has been prepared in the Statistical Department, Board of Trade, London.



IMPORTATIONS ET EXPORTATIONS D'OR ET D'ARGENT DES INDES. IMPORTS INTO AND EXPORTS FROM INDIA OF GOLD AND SILVER.

## (A) Or.

Année finissant le 31 mars.	Importations (Rs. 1,000).	Exportations (Rs. 1,000).	Importations nettes (+) ou Exportations nettes (-).	
			Rs. 1,000.	£1,000. Rs. 15 = £1.
1913-14 ...	282,264	49,026	+ 233,238	+ 15,549
1914-15 ...	107,038	30,564	+ 76,474	+ 5,098
1915-16 ...	52,817	63,908	- 11,091	- 739
1916-17 ...	133,379	1,025	+ 132,354	+ 8,824
1917-18 ...	290,949	39,163	+ 251,786	+ 16,786
1918-19 ...	22,763	78,401	- 55,638	- 3,709
1919-20 ...	402,540	129,213	+ 273,327	+ 18,222

## (B) Argent.

Année finissant le 31 mars.	Importations Rs. 1,000.	Exportations Rs. 1,000.	Importations nettes (+) ou Exportations nettes (-). Rs. 1,000.	
			Rs. 1,000.	Rs. 1,000.
1913-14 ...	152,132	21,803	+ 130,329	
1914-15 ...	111,045	22,330	+ 88,715	
1915-16 ...	66,646	18,350	+ 48,296	
1916-17 ...	251,148	63,147	+ 188,001	
1917-18 ...	226,694	36,276	+ 190,418	
1918-19 ...	690,892	11,702	+ 679,190	
1919-20 ...	299,873	7,585	+ 292,288	

## (A) Gold.

Year ended March 31st.	Imports, Rs. 1,000.	Exports, Rs. 1,000.	Net Imports (+) or Net Exports (-).	
			Rs. 1,000.	Rs. 1,000 (Rs. 15 = £1).
1913-14 ...	282,264	49,026	+ 233,238	+ 15,549
1914-15 ...	107,038	30,564	+ 76,474	+ 5,098
1915-16 ...	52,817	63,908	- 11,091	- 739
1916-17 ...	133,379	1,025	+ 132,354	+ 8,824
1917-18 ...	290,949	39,163	+ 251,786	+ 16,786
1918-19 ...	22,763	78,401	- 55,638	- 3,709
1919-20 ...	402,540	129,213	+ 273,327	+ 18,222

## (B) Silver.

Year ended March 31st.	Imports, Rs. 1,000.	Exports, Rs. 1,000.	Net Imports (+) or Net Exports (-). Rs. 1,000.	
			Rs. 1,000.	Rs. 1,000.
1913-14 ...	152,132	21,803	+ 130,329	
1914-15 ...	111,045	22,330	+ 88,715	
1915-16 ...	66,646	18,350	+ 48,296	
1916-17 ...	251,148	63,147	+ 188,001	
1917-18 ...	226,694	36,276	+ 190,418	
1918-19 ...	690,892	11,702	+ 679,190	
1919-20 ...	299,873	7,585	+ 292,288	

9. La Chine a joué pendant la guerre un rôle très important en ce qui concerne la demande mondiale d'argent, et les ventes et achats qu'elle a effectués depuis 1916 (époque à laquelle le marché de l'argent reprit un peu de son ancienne activité) ont été suivis avec intérêt. Les tableaux ci-dessous montrent les mouvements de l'or et de l'argent entrant et sortant de la Chine. Les tableaux ont été établis par le Bureau des Statistiques du "Board of Trade" de Londres. On notera que les importations nettes d'or de la Chine en 1919 sont un fait saillant dans l'histoire du commerce de l'année. Les années 1914, 1915, 1916, 1917, ont été des années d'exportation d'argent, exportations qui ont été plus que balancées par les importations nettes anormalement fortes de 1918-1919.

9. China has played during the war a very important rôle in the world's demand for silver, and her sales and purchases from 1916 (when the silver market regained something of its old-time activity) have been watched with interest. The tables below show the movements of gold and silver into and from China. The tables have been prepared in the Statistical Department of the Board of Trade, London. It will be noted that China's net import of gold in 1919 is a remarkable feature of the year's trade. The years 1914, 1915, 1916 and 1917 were years of export for silver the exports of which have been more than made good by the abnormally large net imports of 1918 and 1919.

## IMPORTATIONS ET EXPORTATIONS D'OR ET D'ARGENT DE LA CHINE.

Années.	Importations, 1,000 Taels Haikwan.	Exportations, 1,000 Taels Haikwan.	Importations nettes (+) ou Exportations nettes (-), 1,000 Taels Haikwan	
			1,000 Taels Haikwan.	1,000 Taels Haikwan.
1913...	3,065	4,451	- 1,386	
1914...	861	13,862	- 13,001	
1915...	819	18,211	- 17,392	
1916...	19,903	8,102	+ 11,801	
1917...	13,872	5,025	+ 8,847	
1918...	1,228	2,282	- 1,054	
1919...	50,248	9,896	+ 40,352	

## (A) Or.

1913...	3,065	4,451	- 1,386	
1914...	861	13,862	- 13,001	
1915...	819	18,211	- 17,392	
1916...	19,903	8,102	+ 11,801	
1917...	13,872	5,025	+ 8,847	
1918...	1,228	2,282	- 1,054	
1919...	50,248	9,896	+ 40,352	

## (A) Gold.

1913...	3,065	4,451	- 1,386	
1914...	861	13,862	- 13,001	
1915...	819	18,211	- 17,392	
1916...	19,903	8,102	+ 11,801	
1917...	13,872	5,025	+ 8,847	
1918...	1,228	2,282	- 1,054	
1919...	50,248	9,896	+ 40,352	

## IMPORTS INTO AND EXPORTS FROM CHINA OF GOLD AND SILVER.

Calendar Year.	Imports, 1,000 Haikwan Taels.	Exports, 1,000 Haikwan Taels.	Net Imports (+) or Net Exports (-), 1,000 Haikwan Taels.	
			1,000 Haikwan Taels.	1,000 Haikwan Taels.
1913...	3,065	4,451	- 1,386	
1914...	861	13,862	- 13,001	
1915...	819	18,211	- 17,392	
1916...	19,903	8,102	+ 11,801	
1917...	13,872	5,025	+ 8,847	
1918...	1,228	2,282	- 1,054	
1919...	50,248	9,896	+ 40,352	

Années.	Importations, 1,000 Taels Haikwan.	Exportations, 1,000 Taels Haikwan.	Importations nettes (+) ou Exportations nettes (-) 1,000 Taels Haikwan.
(B) <i>Argent.</i>			
1913...	55,711	19,743	+ 35,968
1914...	16,499	30,122	- 13,623
1915...	20,718	39,100	- 18,382
1916...	37,088	65,766	- 28,678
1917...	27,507	48,490	- 20,983
1918...	36,124	12,629	+ 23,495
1919...	62,027	7,764	+ 54,263

Calendar Year.	Imports, 1,000 Haikwan Taels.	Exports, 1,000 Haikwan Taels.	Net Imports (+) or Net Exports (-), 1,000 Haikwan Taels.
(B) <i>Silver.</i>			
1913...	55,711	19,743	+ 35,968
1914...	16,499	30,122	- 13,623
1915...	20,718	39,100	- 18,382
1916...	37,088	65,766	- 28,678
1917...	27,507	48,490	- 20,983
1918...	36,124	12,629	+ 23,495
1919...	62,027	7,764	+ 54,263

Il y a eu une infiltration considérable de pièces de monnaie chinoises en Mandchourie et il en est résulté une augmentation de la demande d'argent. On peut dire que la Chine, en 1919, étant donné ses fortes demandes sur le marché libre, était le facteur influent en matière d'argent. Les demandes de la Chine pour les années à venir sont encore incertaines.

10. En résumé, les fluctuations du prix de l'argent n'étaient pas dues au caprice d'une baguette magique mais étaient bien le résultat de causes économiques. Un simple coup d'œil sur les chiffres du paragraphe précédent montre, d'une part, une baisse de la production de l'argent et, comme conséquence de la guerre, une forte demande pour la frappe des monnaies et autres usages. L'Asie a joui d'une période de prospérité considérable en exportant une grande quantité de produits dont les nations belligérantes avaient grand besoin pour poursuivre la guerre. Jusqu'ici, aux Indes et surtout en Chine les paiements se faisaient sous forme d'importation de métaux précieux, notamment de l'argent. L'avenir de l'argent, comme il a été indiqué à la "Royal Statistical Society" de Londres, il y a quelque semaines, dépend actuellement de trois principaux facteurs, à savoir :—

- (a) La production des mines, dont le Mexique est la clé.
- (b) La demande mondiale d'argent pour la frappe de la monnaie et les buts similaires, et, là, les demandes de l'Inde et de la Chine passent en premier lieu.
- (c) Les mesures prises par le Gouvernement des Etats-Unis en ce qui concerne l'achat d'argent aux termes de la "Loi Pittman."

On pense, dans certains milieux, que la grande quantité d'argent démonétisé provenant d'Europe pourra, à la longue, compenser entièrement la quantité achetée aux termes de la loi précitée.

La guerre a démontré combien la production du Mexique est variable; lorsque les lois sont respectées et que l'ordre est maintenu, la production de ce pays politiquement instable peut être augmentée d'une façon effective. On peut dire qu'au Mexique les mines d'argent jouent un rôle prépondérant. La production de l'argent américain et autre est également affecté par l'état du marché du cuivre. La production d'argent l'année dernière aux Etats-Unis dépendait beaucoup, comme on l'a déjà fait remarquer, des stocks de cuivre dont l'importance amena un ralentissement de l'exploitation des mines de cuivre et, par conséquent,

There has been a considerable percolation of Chinese coin into Manchuria and this has meant an increase in the demand for silver. China in 1919, on account of her large demands in open market, was the controlling factor, it might be said, in silver. The demands of China in the next few years are still an uncertain quantity.

10. To sum up. The fluctuations in the price of silver were not due to the wave of a magician's wand, but to the operation of economic causes. A glance at the figures in the preceding paragraphs shows on the one hand a fall in the production of silver and as a result of the war a great demand for coinage and other purposes. Asia had enjoyed a period of considerable prosperity in exporting largely products of high national importance in the prosecution of the war. As hitherto, India, and especially China, took payment by importing the precious metals, notably silver. The future of silver, as pointed out to the Royal Statistical Society, London, some weeks ago, is governed at the present time by three main considerations :—

- (a) The mine production, and the key to this is Mexico;
- (b) The world demand for silver for coinage and similar purposes, and here the demands of India and China predominate; and
- (c) The action taken by the United States Government in regard to the purchase of silver under the Pittman Act.

It is, however, thought in some quarters that the large amount of demonetised silver from the Continent of Europe may in the long run altogether compensate for the amount purchased under the latter Act of Congress.

The experience of the war has shown how variable is the production of Mexico and with the preservation of law and order the production of that much-perturbed country can be effectively increased. Silver may be said to be the jugular vein of Mexico. The production of American and other silver is also affected by the state of the copper market. Last year's silver supply in the United States was, as already stated, largely dependent on the copper stocks, which, being high, curtailed the mining of copper and hence, too, of silver. The world demand for silver is problematical. Germany has demonetised silver, but the Reichsbank, according to some

de la production de l'argent. La demande mondiale d'argent est problématique. L'Allemagne a démonétisé l'argent mais, suivant certains rapports, la Reichsbank conserve le métal blanc dans ses caves simplement à titre de marchandise. Plusieurs pays substituent à l'argent soit le papier, soit le nickel, soit le cupro-nickel.\* Il y a des limites à l'emploi du papier pour les petites sommes et aussi à l'emploi des pièces de nickel. Il y a, par exemple, un danger à ce qu'aux Indes, la nouvelle pièce de nickel de 8 annas soit contrefaite si adroitement que le faux monnayeur trouve avantage à la mettre en circulation. Le nickel pur serait plus dur à travailler et il est très magnétique; si bien qu'un aimant ordinaire attirera une pièce de nickel pur, tandis qu'une pièce de cupro-nickel ne sera vraisemblablement pas attirée. Il y a ainsi un moyen très simple de reconnaître les fausses pièces fabriquées avec le métal plus aisément maniable. La demande en perspective pour les besoins du monnayage hors d'Asie n'est pas grande. En même temps, si l'argent subissait une baisse rapide, certains pays pourraient, le cas échéant, saisir l'occasion de réaliser un profit sur le monnayage. En mai 1920, à la suite de la baisse du prix de l'argent, le Gouvernement australien décida de ne pas émettre de billets de 5s. comme il se l'était proposé. De plus, aux Indes et en Chine on ne trouve ni (1) éducation bancaire, (2) ni système bancaire développé, (3) ni communications faciles. L'absence de ces trois facteurs essentiels du progrès entraîne une demande d'argent qui durera encore longtemps. L'importance de cette demande dépendra des facilités pour l'Asie d'exporter ses produits en Europe et en Amérique, principalement les denrées et matières premières.

#### EFFETS SUR LES CHANGES DES PAYS À ÉTALON ARGENT.

11. Le tableau ci-dessous montre la hausse énorme des changes dans les pays à étalon argent. Par "pays à étalon argent" on entend les pays qui utilisent l'argent en proportion considérable tant comme agent monétaire que comme réserve de valeur. En d'autres termes, nous designons par là les pays qui emploient l'argent comme principal agent monétaire et qui importent également le métal en grandes quantités.

#### TAUX DU CHANGE DANS LES PAYS À ÉTALON D'ARGENT.

	Déc., 1913 (année d'avant la guerre)	Déc., 1914.	Déc., 1915.	Déc., 1916.	Déc., 1917.	Déc., 1918.	Déc., 1919.
Indes (pence par roupie).	s. d. 1 4 $\frac{3}{4}$	s. d. 1 3 $\frac{3}{4}$	s. d. 1 4 $\frac{3}{4}$	s. d. 1 4 $\frac{7}{8}$	s. d. 1 5	s. d. 1 5 $\frac{1}{2}$	s. d. 2 4 $\frac{1}{2}$
Shanghai (pence par tael).	2 7 $\frac{1}{2}$	2 3 $\frac{1}{2}$	2 6 $\frac{1}{2}$	3 6 $\frac{1}{2}$	4 4 $\frac{1}{2}$	5 2	7 10
Hong Kong (pence par dollar).	1 11 $\frac{1}{8}$	1 9 $\frac{1}{4}$	1 11 $\frac{1}{8}$	2 4 $\frac{3}{4}$	2 11 $\frac{3}{8}$	3 4 $\frac{1}{2}$	5 2

\* Le texte qui fait autorité sur la frappe des pièces de nickel, est le Rapport de la Monnaie Royale de Londres, pages 43 et 104.

reports, still has the white metal in its vaults merely as a commodity. Many countries are substituting in place of silver either paper or nickel or cupronickel. There are limits to the use of paper for small amounts and also to the use of nickel coins. There is, for example, a danger of the new eight-anna nickel coin in India being counterfeited so skilfully as to make it well worth the trouble of the counterfeiter to put it into circulation. Pure nickel would be harder to work and it is highly magnetic, so that any ordinary horseshoe magnet will pick up a pure nickel coin, whilst one of cupronickel remains apparently unaffected. There is thus a ready means of picking out all counterfeits made in the more easily manipulated material. The prospective demand for coinage purposes outside Asia is not great. At the same time, were a slump in silver to take place, some countries might step in and snatch a profit on coinage when such a profit was available. In May, 1920, owing to the fall in the price of silver the Australian Government decided not to issue five-shilling notes as contemplated. Moreover, India and China lack (1) Education, (2) a developed banking system and (3) easy communications. The absence of these three essentials of advanced progress will lead to a demand for silver for many years to come. The extent of this demand will, of course, depend on the degree to which Asia finds it possible to export to Europe and to America her products, chiefly food and raw materials.

#### THE EFFECT UPON THE EXCHANGES OF SILVER-USING COUNTRIES.

11. The enormous rise in the Exchanges of silver-using countries is shown in the table below. By silver-using countries is meant those countries which use silver both as a circulating medium and as a store of value to a very large extent. In other words, we refer to those countries which use silver as the chief form of circulating medium and at the same time ordinarily have a large net import of the metal.

#### THE RATE OF EXCHANGE IN SILVER-USING COUNTRIES.

	Dec., 1913 (Pre-War Year).	Dec., 1914.	Dec., 1915.	Dec., 1916.	Dec., 1917.	Dec., 1918.	Dec., 1919.
India (pence per rupee).	s. d. 1 4 $\frac{3}{4}$	s. d. 1 3 $\frac{3}{4}$	s. d. 1 4 $\frac{3}{4}$	s. d. 1 4 $\frac{7}{8}$	s. d. 1 5	s. d. 1 5 $\frac{1}{2}$	s. d. 2 4 $\frac{1}{2}$
Shanghai (pence per tael).	2 7 $\frac{1}{2}$	2 3 $\frac{1}{2}$	2 6 $\frac{1}{2}$	3 6 $\frac{1}{2}$	4 4 $\frac{1}{2}$	5 2	7 10
Hong Kong (pence per dollar).	1 11 $\frac{1}{8}$	1 9 $\frac{1}{4}$	1 11 $\frac{1}{8}$	2 4 $\frac{3}{4}$	2 11 $\frac{3}{8}$	3 4 $\frac{1}{2}$	5 2

\* The *locus classicus* for nickel coinage is the Report of the Royal Mint (London), pages 43 and 104.

Ces chiffres sont extraits du tableau publié chaque année dans la Revue monétaire du "Bankers' Magazine."

La baisse du prix de l'argent, dans ces derniers mois, a eu sa répercussion sur la monnaie chinoise. Le 30 juin 1920, le taux pour Shanghai était à 5s. 1 $\frac{3}{4}$ d. et pour Hong-Kong à 3s. 8 $\frac{1}{2}$ d. Le taux indien était à 1s. 9 $\frac{1}{2}$ d. Ces fluctuations ont naturellement eu un effet très important et presque révolutionnaire sur le commerce d'exportation et d'importation.

12. Les principaux faits relatifs au taux du change dans les pays à étalon d'argent sont :—

- 1) La forte hausse du change de Shanghai par rapport à l'année qui a précédé la guerre, notamment depuis 1917.
- 2) Une forte hausse (mais moindre que celle de Shanghai) du taux de Hong-Kong.
- 3) La hausse graduelle du change indien.

La fermeté relative du change indien, sauf pendant les deux dernières années de la période visée au tableau ci-dessus, est très apparente. C'est grâce au contrôle du Gouvernement qu'on a évité de sérieuses difficultés. Jusqu'à la date de la publication du rapport de l'Indian Currency Committee en février 1920 (date à laquelle la valeur de la roupie était basée sur celle de l'or et non sur la valeur de la livre sterling au taux de 10 roupies le souverain-or) le principe qui a provoqué l'élévation du cours indien causée par la hausse de l'argent, était le suivant :—

"Il eût été impossible, sans faire subir de pertes au Gouvernement, de vendre les traites indiennes (Council drafts) au cours fixé le 3 janvier 1917, lorsque le prix de l'argent s'était tellement élevé que la valeur numéraire de la roupie dépassait 1s. 6d. On risquait aussi, au cas où la roupie serait dépréciée, de la voir disparaître de la circulation pour être fondue et peut-être exportée. Ce fut la prohibition de l'importation de l'argent qui provoqua ces tendances, mais toute dépréciation de la roupie les aurait aggravées. Ces considérations amenèrent une série de changements dans le cours du change."\*

13. Contrairement à l'Inde, Hong-Kong et Shanghai n'ont pas l'étalon-or. A Hong-Kong, le dollar mexicain a cours légal et sa valeur est basée sur le prix de l'argent. Ainsi la valeur du dollar (qui contient 377,1809 grains d'argent pur et pèse 417,6657 grains) varie considérablement, quoique moins que la monnaie de la République chinoise, où la circulation est moins contrôlée et probablement plus sujette à la spéculation. La plupart des transactions se font sur la base du taël (ou liang, comme l'appellent les Chinois)—once chinoise d'argent dont la pureté varie avec les différentes parties de la République. On estime que le taël Haikwan, principalement employé par le Service Impérial des Douanes maritimes chinoises dans tous les ports ouverts au terme du Traité, contient 583,3 grains d'argent pur. Le taël-monnaie de Shanghai, qu'il ne faut pas confondre avec le taël poids de Shanghai (Tsao-ping ou Chouping taël de 565,65 ou 565,697 grains) est le taël considéré dans le tableau du

\* Rapport du Comité nommé par le Secrétaire d'Etat pour l'Inde, pour faire une enquête sur la monnaie et le change indiens.—Para. 22. (Command Paper 527—1920.)

The statistics in the above table are taken from the table published annually in the monetary review of the *Bankers' Magazine*.

The fall in the price of silver in recent months is well reflected in the Chinese currencies. On June 30th, 1920, the rates were for Shanghai 5s. 1 $\frac{3}{4}$ d., and for Hong Kong 3s. 8 $\frac{1}{2}$ d. The Indian rate was 1s. 9 $\frac{1}{2}$ d. These fluctuations had, of course, a very important, almost a revolutionary, bearing on the import and export trade.

12. The main features in regard to the rate of Exchange in silver-using countries are :—

- (1) The large rise in the Shanghai Exchange as compared with the pre-war year, especially from 1917 onwards ;
- (2) A large rise (but not so great as that of the Shanghai Exchange) in the Hong Kong rate ;
- (3) The gradual rise in Indian Exchange.

The comparative steadiness in Indian rates, except in the last two years of the period covered by the table above, is very noticeable. In this case Government control prevented any very marked degree of disturbance. Up to the date of the publication of the Indian Currency Committee's Report in February, 1920 (at which date the rupee was linked to gold instead of to sterling at the rate of Rs. 10 to one sovereign), the principle underlying the raising of the Indian rate consequent on the rise of silver was as follows :—

"The rise in the price of silver to a point at which the bullion value of the rupee exceeded 1s. 4d. made the sale of Council Drafts at the rates fixed on January 3rd, 1917, impossible, except at a loss to Government. There was also a danger that if the rupee were undervalued, it would tend to disappear from circulation, to be melted down, and possibly to be exported. These tendencies probably existed in any case owing to the prohibition of the import of silver, but would have been aggravated by any undervaluing of the rupee. These considerations led to a series of changes in the rate of exchange."\*

13. Hong Kong and Shanghai, unlike India, are not on the gold standard. In Hong Kong the Mexican dollar is full legal tender, and its value is based on the price of silver. Thus the value of the dollar (which, it may be noted, contains 377.1809 grains of pure silver and weighs 417.6657 grains) varies considerably, although not so much as does the currency of the Chinese Republic, where currency matters are less under control and probably more subject to speculation in dealings in silver. Most transactions are based on the tael (or liang, as the Chinese term it)—a Chinese ounce of silver of varying degrees of purity in different parts of the Republic. The Haikwan tael, chiefly used by the Chinese Imperial Maritime Customs Service at all the Treaty Ports, is reckoned to contain 583.3 grains of fine silver. The Shanghai currency tael, which is not to be confused with the Shanghai weight tael (Tsao-ping or Chauping tael of 565.65 or 565.697 grains) is the tael referred to in the Shanghai

\* Report of the Committee appointed by the Secretary of State for India to inquire into Indian Exchange and Currency.—Para. 22. (Command Paper 527—1920.)

de change de Shanghai. Cette unité monétaire ou symbole pour ces comptes est l'équivalent de 1,080 onces d'argent pur, ou, après avoir accordé une marge de deux millièmes pour la perte qu'entraîne la fonte, approximativement de 1,078 onces d'argent pur. En d'autres termes, c'est l'équivalent de 518,4 ou 517,44 grains, ou en chiffres ronds de 520 grains d'argent pur. Il est évident que le taël est sujet aux hausses et baisses ordinaires et extraordinaires du marché de l'argent. En un mot, Hong-Kong, et plus spécialement la Chine, sont sujets à tous les désavantages résultant de l'emploi de l'étalon d'argent dans le commerce international.

ti

oi

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

ni

#### RÉACTION SUR LE COMMERCE ET LES PRIX DANS LE MONDE.

14. Avant de nous occuper des effets mondiaux des changes qui ont été décrits dans les chapitres précédents, il convient d'examiner d'abord l'effet produit sur les pays à étalon d'argent. L'histoire de l'argent monnayé de l'Inde, entre 1898 et 1917, nous rappelle que la stabilité du change facilite grandement les opérations courantes du commerce. La Commission chargée de s'occuper du change et de l'argent de l'Inde signala, il y a six mois, que la stabilité n'est pas une condition essentielle de ces opérations courantes. "Dans plusieurs cas, y compris celui de l'Inde avant la fermeture des établissements de monnayage, on a vu que le commerce a prospéré, et peut prospérer avec un change sujet aux fluctuations. Les conditions sont un peu plus incertaines, mais les difficultés qui peuvent survenir ne sont pas insurmontables, et les banques ne répugnent pas à fournir au marchand le moyen de couvrir ses risques. Cette observation s'applique surtout aux fluctuations modérées journalières du change. Si les mouvements ont une amplitude plus grande et bouleversent la base des valeurs relatives, une autre série de considérations sont à envisager. De toute façon, une forte hausse du change a pour effet, au moins pendant un certain temps, de stimuler les importations et d'entraver les exportations, tandis qu'une baisse du change produit l'effet contraire. Si le change se stabilise à un taux nouveau, nous croyons que ces effets ne sont, au fond, que transitoires et ne se font pas sentir au-delà de la période nécessaire pour permettre aux salaires et autres éléments de la vie économique de s'adapter aux nouvelles conditions. Mais cette adaptation est difficile, quelquefois assez longue et entraîne de graves embarras pour le système social. Un change stable facilite le libre mouvement des fonds à destination ou en provenance de l'Inde, aide les opérations financières du commerce et évite les mesures restrictives temporaires."\*

La Commission conclut (et la conclusion est importante, vu les grandes fluctuations des changes de Hong-Kong et de Shanghai mentionnées aux paragraphes précédents) ... "qu'un change stable est la meilleure condition pour améliorer la production, le commerce, et l'emploi des capitaux ; que les fluctuations du change sont un mal qu'il faut chercher à éviter autant que possible ; mais s'il se produit un grand

exchange quotation. (As nearly as possible this currency unit or money of account is the equivalent of 1.080 fine ounces of silver, or after allowing 2 per mille for melting allowance 1.078 fine ounces approximately. In other words, this is the equivalent of 518.4 or 517.44 grains, or roughly about 520 grains of pure silver. The tael, it is as clear as sunlight, is subject to the ordinary and extraordinary ups and downs of the silver market. In short, Hong Kong, and especially China, are subject to all those disadvantages that accrue from a silver standard of currency in international commerce.

#### THE REACTION UPON TRADE AND PRICES IN THE WORLD AS A WHOLE.

14. Before we proceed to deal with the world effects of those changes, changes that have been chronicled in the preceding paragraphs, it is convenient to deal with the effects primarily on silver-using countries. Indian currency history from 1898 to 1917 reminds us that stability of exchange is an important facility for the current operations of trade. The Committee on Indian Exchange and Currency reported six months ago that stability was not an essential condition for these current operations. "There are many instances, including that of India herself before the closing of mints, which show that trade has flourished and can flourish with a fluctuating exchange. The conditions are somewhat more speculative, but the difficulties which may arise are not insuperable, and the banks are not slow to supply machinery which enables the merchant to cover his risks. This is specially true of day-to-day fluctuations of exchange, of moderate scope. If the movements are of greater extent and produce large changes in the basis of relative values, a different set of considerations comes into play. For a time, at any rate, a large rise in exchange tends to stimulate the import trade and to impede the export trade, while the reverse effect is produced by a fall in exchange. If exchange is made stable at a new level, we believe that these effects are in the main transitory, and do not continue beyond the period necessary for wages and other elements of cost to adjust themselves to the new conditions. But this process of adjustment is a difficult and sometimes a prolonged one, and causes severe strains in the social fabric. A stable exchange facilitates the free movement of funds to and from India, thus assisting commercial finance and tending to avert temporary stringencies."\* The Committee concluded (and the conclusion is important in view of the large variations in the Hong Kong and Shanghai exchanges referred to in the preceding paragraphs) that "a stable level of exchange gives the most healthy condition for production and trade, and for the employment of capital, and that large changes in the exchange value of a currency are an evil, which should be avoided so far as possible ; but if a large change has taken place, it may be preferable to establish stability at the new level rather than to submit to the further change which is necessary for a return to the old

\* Loc. cit., para. 34.

\* Loc. cit., para. 34.

changement, il est préférable de stabiliser le change à un taux nouveau qu' de consentir à un autre changement qui serait nécessaire pour le faire revenir à l'ancien taux, surtout si la première méthode abrège la période d'incertitude."\*

15. Vu l'impossibilité de se procurer l'index des valeurs pour Hong-Kong et pour la Chine, on n'a pas été en mesure d'étudier les mouvements des prix dans ces pays, par rapport à l'influence qu'a pu exercer la hausse du change sur le commerce et sur les prix. Toutefois, dans l'Inde, une hausse considérable des prix s'est produite, qui avait commencé avant la guerre. Cette augmentation pendant la guerre, n'a pas été si grande que celle qu'on a constatée dans le Royaume-Uni et dans beaucoup d'autres pays. L'une des causes qui ont contribué à ce résultat a été l'augmentation du taux du change de la roupie. Il est difficile d'évaluer avec précision l'influence du change sur les prix, car d'autres facteurs compliqués entraient en jeu pendant que montait le change. Parmi ces facteurs, on peut mentionner le contrôle établi par le Gouvernement sur les graines fourragères de l'Inde, les restrictions imposées aux opérations financières et au frêt; enfin, la pénurie de 1918: les deux premiers de ces facteurs ont empêché les prix d'augmenter, tandis que le dernier a eu l'effet opposé. Dans la mesure où la hausse du change modérait l'augmentation des prix dans l'Inde il y avait là, certainement, dans l'ensemble un avantage pour le pays. La Commission chargée de contrôler la Circulation monétaire de l'Inde adopta ce point de vue et soutint également que: (1) le commerce indien ne semblait devoir souffrir aucun préjudice durable si le change se stabilisait à un taux élevé, à moins que, contrairement à toute attente, une baisse importante et rapide ne se produisît dans les prix mondiaux, et que les prix de la production dans l'Inde ne pussent s'adapter avec une égale rapidité au niveau inférieur de ces prix; (2) que le développement de l'industrie indienne ne serait point sérieusement entravé par un taux élevé du change. "Nous reconnaissons," dit le Comité, "qu'un taux élevé du change pourrait stimuler pendant quelque temps les importations rivales aux Indes, spécialement celles des pays où le prix de revient de la production est bas; mais même pendant la période qui pourra s'écouler avant que puisse se faire l'adaptation des prix et des autres conditions au taux nouveau, cette influence, au moins en ce qui concerne les produits manufacturés d'Europe et d'Amérique, semble pouvoir être neutralisée par l'accroissement considérable à l'heure actuelle du prix de revient de la production dans les pays exportateurs. Bien plus, un change élevé aura pour effet de maintenir dans l'Inde les conditions avantageuses résultant d'une main d'œuvre et de matières premières à bon marché; en tant que les industries naissantes dépendent de la machinerie, de l'outillage et des produits importés, elles bénéficieront du fait qu'elles paieront en échange, des prix plus bas (parce qu'évalués en roupies). Après avoir passé en revue tous les facteurs, qui entrent en jeu, nous sommes d'avis que le développement de l'industrie indienne ne sera pas entravé par un taux élevé du change."†

level, especially if the fort  
uncertainty."\*

15. Owing to price steady  
for Hong Kong and China in rece  
the change in price levels Youlhese  
to the possible effect of the rise in  
prices. In India, however, there had a  
rise in prices, the upward movement gold  
before the war. The rise of prices was  
so great as the rise in the United Ki  
countries. One of the causes which  
this result has been the rise in the f  
rupee. It is difficult to estimate the pre  
on prices since there were other con  
work when exchange was rising. A  
may be mentioned the Government co  
in India, the restrictions on finance an  
scarcity in 1918, the former two of which  
prices from rising, while the latter had a  
In so far as the rise in exchange mitigat  
prices, it was undoubtedly of advantage to  
whole. The Indian Currency Committee  
view and also held that (1) Indian trade  
suffer any permanent injury from the fix  
at a high level unless contrary to expectat  
rapid fall in world prices were to take plac  
production in India were to fail to adjust the  
equal rapidity to the lower level of prices;  
development of Indian industry would not  
hampered by a high rate of exchange. "We  
says the Committee, "that competitive imports  
may be temporarily stimulated by the high rate of  
especially from countries where the cost of prod  
low; but even in the period which may elapse  
adjustment of prices and other conditions to the r  
is complete, this influence, so far as manufactur  
from Europe and America are concerned, is l  
counteracted by the greatly increased cost of  
in the exporting countries at the present time. A  
high exchange will tend to retain for India the  
of a low cost for wages and raw materials, and  
as nascent industries are dependent on imported m  
plant and stores, they will benefit from the low  
prices payable for them. On a review of all the e  
are of opinion that the development of Indian  
will not be hampered by a high rate of exchange."†

\* *Loc. cit.*, para. 36.

† *Loc. cit.*, para. 52.

\* *Loc. cit.*, para. 36.

† *Loc. cit.*, para. 52.

change de Shanghai. Ce de démarcation nette entre  
 eues comptes est l'équivalent. (On entend par change  
 après avoir accordé une circulation monétaire locale  
 perte qu'entraîne la fonte. On a déjà fait remarquer  
 d'argent pur. En d'autres choses restant égales d'ail-  
 ou 517,44 grains, ou en ch portations et ralentit les ex-  
 pur. Il est évident que le change stimule les ex-  
 pordinaires et extra ordinaires. Ces tendances con-  
 Imot, Hong-Kong, jusqu'à ce que l'équilibre ait été  
 fa tous les dés, jusque ce que l'équilibre ait été  
 argent dans le casse sentir sur les prix et les salaires  
 ti e stabilisé à un taux élevé, les ex-  
 oi us nécessairement ralenties qu'elles  
 pié RÉACTION se un change stabilisé à un taux

ange élevé, les prix intérieurs, *ceteris*  
 s, et le prix de revient de la production  
 14. Avantis qu'avec un taux peu élevé du change.

changes qui de prix de revient proportionnel de la  
 convient d'être le commerce entre les pays, c'est-à-dire,  
 étalon d'argent relatif des marchandises dans un pays,  
 entre 1898, se revient relatif des mêmes marchandises  
 le, ilite gras.

La Commis  
 de l'Inde la période où les changes aux Indes et en  
 condition levés, il y avait une demande persistante  
 leurs cas, rtance nationale de la part des Alliés. Les  
 établissements, pour bien des produits, avaient été  
 prospérés par la Grande Guerre, et l'Inde, par  
 tions. capable d'offrir des prix exceptionnellement  
 difficulté beaucoup plus favorables qu'à des époques plus  
 les banes produits d'importation destinés à payer ces  
 de couv étaient impossibles à obtenir, les Alliés con-  
 aux flite leur energie à la production des munitions de  
 mouve résultat fut la formation progressive d'une  
 base e commerce considérable et favorable, qui, à son  
 sont menta la demande d'argent de la part des pays à  
 pou argent. Si on avait pu disposer d'une quantité plus  
 imp, te d'argent, le taux du change aurait été inférieur,  
 bais tour, le prix de revient des marchandises aurait été  
 stab. sur les marchés mondiaux de consommation. En  
 sont, au, l'argent, à cause de sa rareté, était un facteur  
 de la ppant pour faire indirectement augmenter les prix  
 élém des articles exportés d'Asie, spécialement ceux des  
 cond m d'importance nationale. Depuis février 1920  
 asse, toutef où l'argent atteignit 89½d. par once standard,  
 soc importante se produisit, et par suite on vit faiblir  
 for le ch, s pays à étalon d'argent. On voit nettement  
 op l'avar, il y aurait pour le commerce à éviter de telles  
 raticis du prix de l'argent. Les changes instables  
 rent le champ à des éléments de spéculation qui s'introdui-  
 dans le commerce et qui ne profitent ni au producteur ni  
 acheteur étranger.

18. Il convient de considérer si un accord entre les  
 qu'ernements à l'égard des achats et des ventes d'argent  
 à évierait pas une consolidation du marché et ne pré-  
 it pas la spéculation. Pendant la guerre, quand les  
 ements alliés achetaient de l'argent conjointement,  
 \*rence, jusqu'à un certain point, et en ce qui concerne  
 ernements, fut réduite et les bénéfices dus à une  
 incertée furent évidents.

16. A clear distinction should be drawn between the  
 effects of a high (or low) exchange on the one hand, and a  
 rising (or falling) exchange on the other. By high exchange  
 is meant an exchange which gives a higher purchasing power  
 to local currency. It has already been pointed out that a  
 rising exchange, *ceteris paribus*, temporarily stimulates  
 imports and checks exports, while a falling exchange  
 stimulates exports and checks imports. These tendencies  
 continue until equilibrium in the rate of exchange has been  
 established and until internal prices and wages have been  
 affected. With a fixed high exchange exports are not  
 necessarily checked any more than with a fixed low exchange  
 the opposite is the case. With a high exchange internal  
 prices, *ceteris paribus*, will be lower and the cost of production  
 will also be lower than with a low exchange rate. It is,  
 of course, the comparative cost in production that affects  
 the trade between countries, *i.e.* the relative cost of producing  
 commodities in one country as compared with the relative  
 cost of producing the same commodities in another country.

17. During the period of high exchanges in India and  
 China there was a persistent demand for articles of national  
 importance by the Allies. Competing markets, owing to the  
 Great War, were for many commodities cut off, and India,  
 for example, was able to secure exceptionally favourable  
 prices, far more favourable than would have been possible  
 in less abnormal times. Imports to pay for these exports  
 were unobtainable, as the energies of the Allies were confined  
 to the production of munitions of war. The result was the  
 piling up of a large favourable balance of trade which in  
 turn increased the demand for silver on the part of silver-  
 using countries. Had a larger supply of silver been available,  
 exchange rates would have been lower, and in turn the cost  
 of commodities might have been lower in price in the world's  
 consuming markets. Silver, in other words, on account  
 of its scarcity was a not unimportant factor in raising in-  
 directly the world prices of those articles of export from  
 Asia, especially commodities of national importance. Since  
 February, 1920, however, when silver touched 89½d. per stan-  
 dard oz., a serious fall has taken place and in consequence  
 the exchanges of silver-using countries have weakened.  
 The advantages of preventing such wide variations in the  
 price of silver are, from a trade viewpoint, obvious. Unstable  
 exchanges introduce an element of speculation into business  
 which is good neither for the producer nor for the foreign  
 buyer.

18. It is for consideration whether an agreement among  
 Governments regarding the purchases and sales of silver  
 would not lead to the steadying of the market and thus to  
 the prevention of speculation. During the war, when the  
 Allied Governments purchased silver jointly, competition  
 was to a considerable extent, so far as Governments were  
 concerned, restricted, and the benefits of concerted action  
 were clear.



Commissaire du Change international (1903)  
à ce sujet - report suivant :-

" Il semble probable que si l'on pouvait être sûr que la demande d'argent dont les Gouvernements ont réellement besoin d'une année à l'autre, soit relativement ferme, on pourrait livrer la quantité demandée en maintenant le prix avec beaucoup plus de régularité que pendant ces dernières années. On ne peut pas espérer que le prix devienne absolument stable, mais il y a des raisons de croire qu'il deviendrait assez stable pour aider de façon indubitable à l'établissement d'un système monétaire fondé sur la base du change or dans les pays actuellement à étalon d'argent."

La Commission mexicaine a également suggéré que deux ou trois banques, comme la Banque d'Angleterre, la Banque de France, pourraient agir au nom des Gouvernements pour les achats d'argent.

19. On peut également se demander s'il ne serait pas possible d'améliorer le système de circulation des pays à étalon d'argent et qui ne possèdent pas d'étalon d'or. Le moment est favorable. Un auteur a bien résumé la question en ces termes :-

" Partout où l'agent monétaire de change est l'argent et est soumis à des fluctuations, un élément de spéculation qui entrave nécessairement les opérations intervient dans le trafic des commerçants et des industriels : car si, aux hasards et aux changements ordinaires du marché on ajoute le risque toujours menaçant du change, les opérations commerciales se transforment en spéculations où l'expéditeur ne peut être guidé par l'opinion des experts, ni protégé par ses conseils. On conçoit sans peine que le commerce légitime, dans ces conditions, est non seulement difficile, mais absolument impossible.

" Il est clair que le commerce entre les pays à étalon d'or offre à toutes les parties des garanties généralement satisfaisantes, car les importateurs et les exportateurs savent tous exactement ce qu'ils peuvent attendre de leurs expéditions ; mais dans le commerce entre un pays à étalon d'argent et un pays à étalon or, il entre toujours une grande part d'incertain. Chaque fois que se produit une baisse dans la valeur or de l'argent, l'exportateur du pays à étalon or ou l'importateur du pays à étalon d'argent subissent une perte."\*

Les avantages qu'offre l'étalon d'or comme système de circulation ont été prouvé d'une façon incontestable dans le cas de l'Inde, spécialement dans la période 1898-1917.

20. Vu la rareté de l'argent, et par suite, des roupies, dans l'Inde, en 1918 et 1919, il a fallu accroître considérablement la circulation de papier, même en petites coupures. Les dépenses de guerre qui obligèrent le Gouvernement à avoir recours à cet expédient, quoique dans des proportions moindres que dans les autres pays, sont la cause principale ou même fondamentale de l'augmentation de la circulation de papier. Nous sommes amenés ainsi à la question de

\* Spalding, " Eastern Exchange, Currency and Finance."

The American Commission (1903) reported as follows :-

" It seems probable that demand on the part of countries which they actually need assured, the supply could be kept steady. It has been the case in recent years that the price would fall. It is reasonable to believe that a monetary system on the gold standard would be of great advantage to the present silver-using countries."

The Mexican Commission similarly suggested that three banks, such as the Bank of France, might act for Governments in making all the amount needed equal to the aggregate of such purchases.

19. It is also for consideration as to whether countries in the currency systems of those not possessing a gold standard could now be improved. One writer has well expressed the position thus :-

" Wherever there is a fluctuating of exchange, the trade of merchants and becomes invested with a speculative character. If to the chances and changes of the market the element of exchange is added, business operations are converted into gambling transactions, where expert opinion can guide nor caution protect. One readily admits that legitimate trade in such conditions is a matter of difficulty, if not of impossibility."

" It is apparent that commerce between gold standard countries is generally satisfactory to all parties of traders, for both importers and exporters know the return they may expect ; but in trade between a silver-using country and one on a gold basis, a measure of uncertainty invariably exists. Whenever there is a fall in the gold value of silver, either the exporter in the gold standard country or the importer in the silver country must suffer." \*

The advantages of the adoption of the gold standard as a system of currency have been incontestably proved in the case of India, especially between the years 1898 and 1917.

20. The scarcity of silver and hence of rupees in India in 1918 and 1919 necessitated a very extended use of paper currency even in the smaller denominations. The main fundamental cause of the increase in this respect is looked for in the war expenditure which forced Government to err in this direction, although to a less extent than in other countries. This brings one to the question of improvement which has had so important a bearing on prices, and

\* Spalding, " Eastern Exchange, Currency and Finance."

change de Shanghai. Ce ce s. éma. ommandérante sur les  
 es comptes est l'équivalent li. pa. llo. présent problème,  
 après avoir accordé une xamir. o. par la Conférence.  
 perte qu'entraîne la fonte it moi. aire en circulation,  
 d'argent pur. En d'autr. celui du commerce, on dit  
 ou 517,44 grains, ou en ct. termes, quand, à un niveau  
 pur. Il est évident que l'étaires en circulation d'un  
 p. d'aires et extr. linaj. naie et billets de banque)  
 Inot, Hong-Kon, imp. br. nt par rapport aux besoins  
 fa. tous les dés. jusq. une inflation. L'Inde a déjà  
 à. rgent dans le c. à. l'illation de sa circulation. Il  
 à. d'insister sur les deux opérations.  
 oi. commercial et consiste en l'accroisse-  
 ni. RÉACTION au. des marchandises à acheter ; la  
 . . . implémentaire (d'ordre monétaire)  
 . . . pression de la puissance d'achat  
 . . . de la guerre. Une déflation pré-  
 changes qui le et un certain degré d'élasticité  
 convient d'e. re laissé aux banquiers pour satis-  
 étalon d'arg. re légitimes de crédits de la part du  
 entre 1898. e. industrie. Un éminent banquier de  
 ka. ilite gra. C. Goodenough) s'adressant récemment au  
 La Commi. taire du commerce de la Chambre des  
 del'Inde sia. es. remarques très à propos sur ce point :  
 condition. vons pas prévoir certaines réductions dans  
 ieurs cas, rtux, il est nécessaire de conserver un crédit  
 établissenre. entretenir la production ou même l'aug-  
 prospérité. La circulation tout en ayant un rapport défini  
 tions. Le. s. réelles, doit également avoir une certaine  
 difficulté. façon à permettre au crédit de se développer et  
 les banq. les besoins primordiaux de la production. . . .  
 de couv. dont on a besoin est celle qui ramènera la pro-  
 aux flite. uvoir d'achat à la quantité d'objets qu'on peut  
 mouv. ntre un crédit illimité et une limitation arbitraire,  
 base. c. iste milieu : il consiste en avances prudentes et  
 sont. es de la part des banques, comme cela s'est produit  
 pou. ent sous la pression heureuse du resserrement moné-  
 imp. Il dépend des banques d'imposer la liquidation des  
 ba. s. des spéculateurs tout en ne restreignant pas indus-  
 sta. es demandes légitimes de l'industrie." Il est seulement  
 sc. aire d'ajouter que les efforts d'un pays comme l'Inde,  
 de. èure actuelle, ne feront pas naturellement baisser les  
 . . . L'action concertée des divers Gouvernements adoptant  
 e. politique commune de réforme du système monétaire  
 t. la. seule panacée du mal très répandu dont le présent sys-  
 me est responsable. On n'a fait ici qu'une très brève  
 usion au problème de la déflation. On ne saurait procéder  
 une étude approfondie de cette question dans un mémoire  
 ssi succinct.

It be dra. between the  
 latter connection it will doubtless be and a  
 Conference. When the circulating media by and a  
 outstrips the growth of business, inflation is said to occur. In  
 other words, when at a given price-level, a country's circulat-  
 ing media (cash or coin and notes) and deposit currency  
 increase relatively to trade needs we have inflation. Ind  
 has already started to deflate its currency. In this resp  
 it is perhaps hardly necessary to emphasise the two operati  
 The first is the commodity side of inflation, i.e., the incre  
 of production or purchasable things ; the other the comp  
 mentary process (the monetary side), i.e., the cancellation  
 of the artificial purchasing power, a legacy of war exigencies.  
 Hurried deflation is impossible and bankers must be allowed  
 a degree of elasticity in inflation to meet the legitimate  
 credit demands of trade and industry. A prominent London  
 banker (Mr. F. C. Goodenough), in a recent address to the  
 Parliamentary Commercial Committee of the House of  
 Commons, made some pertinent remarks on this score : " If  
 we cannot foresee certain reductions in world prices, then the  
 preservation of an adequate volume of credit is necessary,  
 so that production may be maintained or increased. . . .  
 The currency also, whilst bearing a definite relation to value,  
 must be capable of elasticity, so as to allow credit to expand  
 and to meet the genuine needs of production. . . . The  
 deflation that is needed is that which will bring down the  
 ratio of purchasing power to the amount of purchasable  
 things, and this might be accomplished by expansion of  
 purchasing power coupled with a greater expansion in the  
 volume of purchasable things. Between unlimited credit  
 and an arbitrary limitation, there lies the alternative of  
 careful discrimination by the banks in the matter of their  
 advances, such as has lately taken place under the pressure of  
 healthy stringency. It lies with the banks to force  
 the liquidation of speculative positions, while not unduly  
 restricting the demands of legitimate industry." It need  
 only be added that the efforts of one country, such as India  
 at the present time, will not, of course, reduce prices, and  
 united action by the adoption of a united policy of currency  
 reform on the part of Governments is alone the panacea of a  
 currency evil that is familiar and appallingly significant. This  
 question of deflation is referred to only in the briefest possible  
 manner, as its main treatment appears to lie outside the scope  
 of this Memorandum.

#### EXTRAIT DE LA LOI PITTMAN VOTÉE PAR LE CONGRES.

On trouvera ci-après la section de la loi Pittman votée par le Congrès  
 règle actuellement (7 juillet, 1920) les achats d'argent extrait des mines  
 ricaines effectués par le Gouvernement des Etats-Unis. C'est ainsi  
 yad. New York deux cotes de l'argent, l'une de l'argent provenant des  
 d'Amérique, l'autre de l'argent étranger.

tion 2. Que de temps en temps à l'occasion de ces ventes d'argent  
 nnayé, le Ministre des Finances (Secretary of the Treasury) donnera

#### EXTRACT FROM THE PITTMAN ACT OF CONGRESS.

The following is the section of the Pittman Act of Congress under which  
 the Government of the United States is now (July— 1920) purchasing  
 American mined silver. There are thus two quotations in New York for  
 silver, one for American mined, the other for foreign silver :—

" Sec. 2.—That upon every such sale of bullion from time to time  
 the Secretary of the Treasury shall immediately direct the Director of

immédiatement des instructions au Directeur de la Monnaie en vue de l'achat, à l'intérieur des Etats-Unis, du produit des mines situées dans les Etats-Unis ainsi que celui des fonderies situées dans ce pays, une quantité d'argent égale à 371,25 grains d'argent pur pour chaque dollar argent au titre ainsi fondu ou concassé et vendu comme argent non-monnayé. Ces achats seront effectués selon les règlements alors existants de la Monnaie et au prix fixé de 1 dollar par once d'argent fin au titre de 1000/1000, délivré à l'option du directeur de l'administration des Monnaies à New York, Philadelphie, Denver ou San-Francisco—L'argent ainsi acheté peut être revendu pour l'une quelconque des fins spécifiées subséquentement dans la section 3 du présent acte, aux termes des décrets et règlements qui seront établis par le Ministre des Finances (Secretary of the Treasury) et toute quantité d'argent ainsi acheté excédant la quantité nécessaire aux fins déjà mentionnées sera transformée en dollars argent au titre ou conservée à cet effet, et des bons du Trésor remboursables en numéraire-argent seront émis pour une somme égale au montant de cette frappe de numéraire-argent.

Le montant net de l'achat d'argent effectué dans ces conditions, déduction faite de toutes les reventes, ne devra jamais, à aucun moment, excéder la quantité nécessaire pour frapper un nombre total de dollars argent conformes à l'étalon égal au nombre total de dollars argent au titre auparavant fondus ou concassés et vendus comme argent non-monnayé conformément aux dispositions du présent acte : mais ces achats d'argent continueront jusqu'à ce que la quantité nette d'argent ainsi, achetée déduction faite des reventes, soit suffisante pour permettre la frappe d'un nombre de dollars argent au titre égal au nombre de dollars argent au titre concassés ou fondus au préalable et vendus comme argent non-monnayé.

the Mint to purchase in the United States and of reduction of silver equal to three hundred and seventy one and a quarter grains of pure silver in respect of every dollar broken up and sold as bullion. Such purchase shall be made in accordance with the then existing regulations of the Mint, and at a price of one dollar per ounce of silver one thousand fineness, to be delivered at the option of the Director of the Mint at New York, Philadelphia, Denver or San Francisco. Such silver so purchased may be resold for any of the purposes specified in section three of this Act, subject to the regulations to be established by the Secretary of the Treasury, and any amount of silver so purchased over and above the quantity necessary for the purposes specified in section three of this Act shall be coined into standard silver dollars, and silver certificates shall be issued in respect of such coinage. The net amount of silver so purchased, after making allowance for all resales, shall not exceed at any one time the amount necessary to coin an aggregate number of standard silver dollars equal to the aggregate number of standard silver dollars theretofore melted or broken up and sold as bullion under the provisions of this Act, but such purchase of silver shall continue until the net amount of silver so purchased, making allowance for all resales, shall be sufficient to coin the aggregate number of standard silver dollars equal to the aggregate number of standard silver dollars theretofore so melted or broken up and sold as bullion."