

**BANQUE DES  
RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX**

**DIXIÈME RAPPORT ANNUEL**

**1<sup>ER</sup> AVRIL 1939 — 31 MARS 1940**

**BÂLE**

**27 MAI 1940**

## TABLE DES MATIÈRES

	Pages
I. Introduction . . . . .	5
II. Cours des changes, commerce extérieur et mouvements des prix . .	20
III. Or: production et mouvements . . . . .	77
IV. Mouvements internationaux des capitaux . . . . .	99
V. Tendance des taux d'intérêt . . . . .	119
VI. Faits affectant les banques centrales . . . . .	165
VII. Opérations courantes de la Banque:	
1. Activité du département bancaire . . . . .	179
2. Fonctions de mandataire (trustee) et d'agent financier exercées par la Banque . . . . .	189
3. Bénéfices nets et répartition . . . . .	190
4. Modifications dans la composition du Conseil d'administration et dans la Direction . . . . .	192
VIII. Conclusion . . . . .	193

## ANNEXES

- I. Bilan au 31 mars 1940.
- II. Compte de profits et pertes et compte d'affectation du bénéfice net pour l'exercice social ayant pris fin le 31 mars 1940.

# DIXIÈME RAPPORT ANNUEL

A L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE DE LA  
BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

Bâle, le 27 Mai 1940.

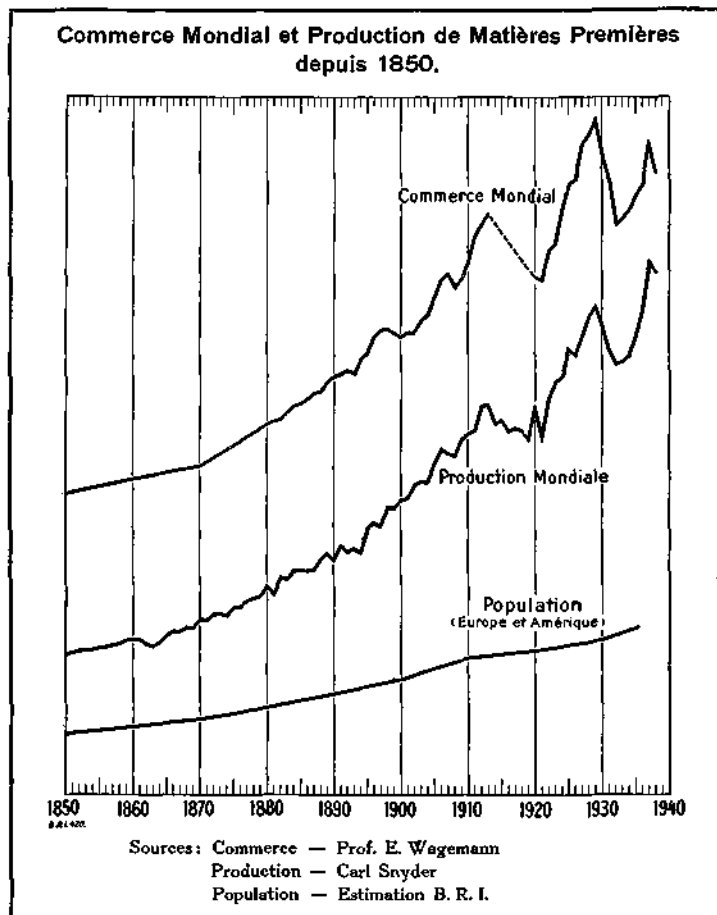
Messieurs,

J'ai l'honneur de soumettre à votre approbation le Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif au dixième exercice social, couvrant la période du 1<sup>er</sup> avril 1939 au 31 mars 1940. Les résultats de cet exercice sont indiqués en détail au chapitre VII. Malgré les répercussions que l'ouverture des hostilités a eues sur l'activité de la Banque et après défalcation d'une provision pour charges imprévues, les bénéfices nets s'élèvent à un chiffre qui permet au Conseil de proposer à l'Assemblée Générale le vote d'un dividende annuel de 6% sans avoir recours au Fonds de réserve spécial.

Le total du bilan s'est réduit de 606,5 millions de francs suisses or au 31 mars 1939 à 469,9 millions de francs suisses or au 31 mars 1940. Cette régression s'explique, dans une large mesure, par la tendance que manifestent les banques centrales, en raison de la situation troublée de l'heure présente, à conserver leurs réserves étrangères soit en or, soit sous forme de dépôts directs auprès d'établissements situés sur les marchés où elles ont à opérer des versements. Il est satisfaisant de constater que la Banque des Règlements Internationaux a pu faire face à tous ses engagements sans difficulté tout en conservant, néanmoins, une grande liquidité. Comme je n'ai pris possession de mon poste de Président de la Banque que le 1<sup>er</sup> janvier 1940, il me sera permis de dire que l'aisance avec laquelle la Banque des Règlements Internationaux a traversé une période aussi difficile fait le plus grand honneur à l'habileté et à la clairvoyance de mon prédécesseur, le Dr. J. W. Beyen, et de ses collaborateurs à la Direction de la Banque.

La guerre de 1914—1918 a interrompu, en ce qui concerne la production et le commerce universels, un long mouvement de progression qui s'était accéléré vers le milieu du dix-neuvième siècle. A cette époque, la pro-

duction avait bénéficié d'améliorations techniques auxquelles s'était ajouté un développement rapide des communications par voies ferrées et bateaux à vapeur qui avait rendu possibles des transports à gros débit par terre et par mer. La valeur et le volume du commerce international avaient à peu près quintuplé entre 1850 et 1914. Une étude plus attentive des statistiques afférentes à la période antérieure à 1914 et, parmi celles-ci, d'estimations récentes portant sur les tendances profondes du revenu national, a permis de confirmer que les marchandises produites et les services rendus dans le monde augmentaient en moyenne d'environ 3% par an. Comme, dans le même temps, la population du globe s'accroissait de 0,8 à 1% par an, il exista, tout au long de cette période, une marge permettant une amélioration constante du niveau de vie. Dans quelques pays, les salaires réels passèrent du simple au triple entre 1850 et 1914. Les fondements de cette amélioration étaient l'étalon-or international, la liberté relative du commerce et l'essor du crédit international, tant à court terme qu'à long terme.



Tous les efforts déployés de 1914 à 1918 pour maintenir la production mondiale ne l'empêchèrent pas de marquer une nette régression que fait apparaître le graphique ci-contre. Une plus grande raréfaction des marchandises, jointe aux larges besoins qu'entraînait la poursuite de la guerre, provoqua dans le niveau de vie de la population un abaissement sensible qui fut un instant masqué par l'augmentation du chiffre de son revenu exprimé en unités monétaires. A la fin de la guerre, il y eut une tendance

naturelle à revenir autant que possible aux conditions d'avant-guerre, et la reconstruction devint le but de la politique économique et monétaire. Ce but

fut assez sensiblement atteint: l'équilibre des budgets fut réalisé, le régime de l'étalon-or international restauré, le commerce international largement libéré des entraves des prohibitions et des contingentements, et les prêts internationaux, sous des formes et dans des directions d'ailleurs nouvelles, atteignirent bientôt un volume considérable. Tout portait à croire qu'une base avait été constituée pour permettre un regain de prospérité. De fait, le revenu national des divers pays — même en tenant compte de l'augmentation du prix des marchandises — dépassa bientôt le niveau de 1913, et le volume du commerce mondial atteignit, en 1929, un chiffre supérieur d'environ 30 % à celui d'avant-guerre.

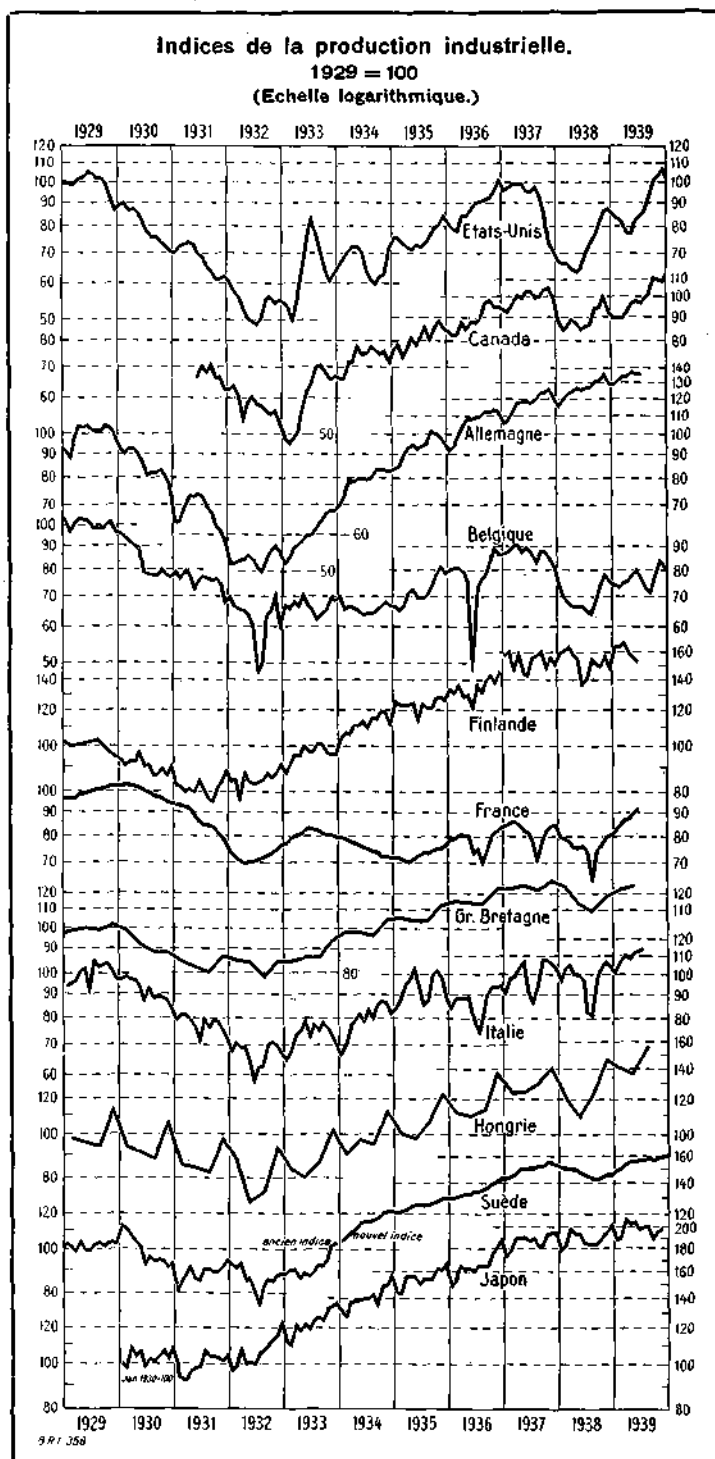
Revenu Mondial et Commerce International		1913	1929	1937
Revenu mondial <sup>1)</sup> . . . . .	en milliards de dollars de l'époque considérée <sup>2)</sup>	100-110	205-215	200-210
Valeur des exportations et des importations mondiales . . .	en milliards de dollars de l'époque considérée <sup>2)</sup>	40,6	68,3	53,8
Volume des exportations et des importations mondiales . . .	Indice: 1913 = 100	100	130	126

<sup>1)</sup> Estimation faite par la B.R.I.

<sup>2)</sup> En 1913 et en 1929, une once d'or fin valait \$20,67 et, en 1937, \$35.

C'était là un progrès impressionnant, mais qui ne devait pas durer. Le déclin économique à l'automne de 1929 ne fut probablement, à l'origine, qu'une de ces inflexions comme en comporte ordinairement le cycle des affaires; il libéra, toutefois, des forces de dépression qui prirent bientôt le dessus et plongèrent le monde dans une crise financière et dans une succession de convulsions monétaires comme il n'en avait encore jamais connu en temps de paix. Il en résulta, dans l'ordre des progrès matériels, un recul qui, du point de vue historique, offre une importance capitale et il faut espérer que les causes de la grande crise de 1930—1933 susciteront encore d'autres essais d'analyse. A certains égards, cette crise jeta dans les relations financières internationales un trouble encore plus profond que ne l'avait fait la guerre de 1914—1918. Les banquiers et les capitalistes subirent, sur leurs avoirs étrangers, des pertes qui furent plus lourdes après 1930 qu'après 1918. Il en résulta une paralysie très étendue du système de crédit international: l'on assista à une cessation presque complète des placements à long terme à l'étranger et à la liquidation progressive, réalisée souvent à des conditions très onéreuses, d'une grande masse de crédits à court terme. Le commerce extérieur fut gêné par un réseau considérable de restrictions, les unes de caractère commercial, les autres de caractère monétaire, tandis que les politiques économiques et financières poursuivies par les divers gouvernements négligeaient de plus en plus de s'harmoniser en un plan international cohérent. C'est à quoi il faut attribuer ce développement économique hétérogène des

divers pays qui contraste si violemment avec les tendances plus uniformes de la période 1920-1930, au cours de laquelle, cependant, le monde avait à se relever des ruines de la grande guerre.



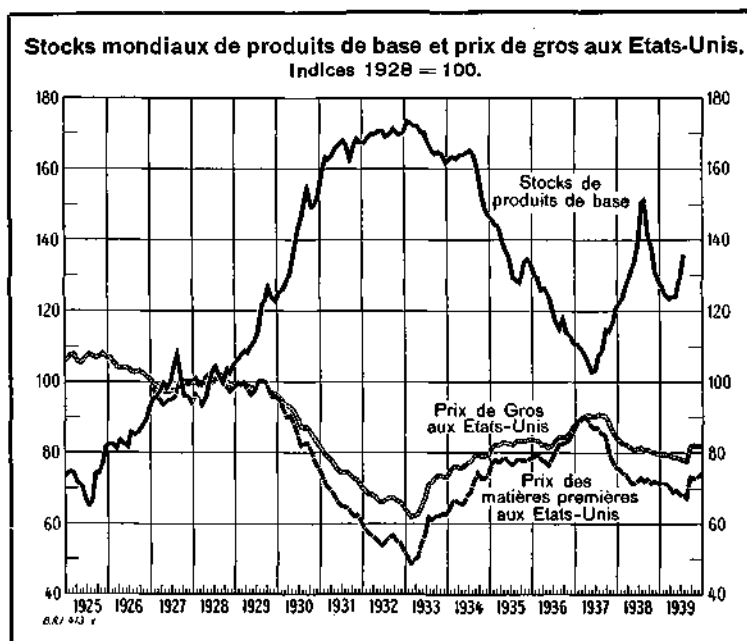
Les États-Unis, dont la part est de 40 % environ dans la production industrielle du monde, de 40 % dans la consommation des matières premières industrielles et de 40 % dans le revenu mondial, ont été plus durement atteints par la crise de 1930-1933 que la plupart des autres pays. Ils ont également éprouvé les plus grandes difficultés à retrouver l'équilibre nécessaire à une reprise économique. D'autres pays, en revanche, ont réussi, en quelques années, à développer leur production industrielle bien au delà du volume de 1929, volume antérieur le plus élevé, parce qu'ils avaient réalisé de bonne heure l'équilibre désirable dans leurs coûts de production et la structure de leurs prix intérieurs ainsi que dans leurs relations avec l'étranger. Au Royaume-Uni, la dépréciation de la

livre (quelles qu'aient été ses conséquences à d'autres égards), l'équilibre du budget et la baisse des taux d'intérêts, consécutive à la grande conversion de l'emprunt de guerre réalisée en 1932, contribuèrent à préparer une base solide pour la reconstruction. De son côté, la stabilité des changes à l'intérieur du bloc sterling a grandement facilité la reprise du commerce extérieur des pays intéressés. Une intervention de l'Etat, visant non seulement à stimuler les affaires, mais voulant être aussi le facteur déterminant de l'augmentation de la production nationale et de la résorption du chômage, a caractérisé la politique de divers gouvernements, de ceux, en particulier, de l'Allemagne et de l'Italie. Vers la fin de 1936, après la dévaluation opérée par le bloc-or (France, Pays-Bas, Italie et Suisse) et la conclusion, réalisée simultanément, de l'Accord tripartite, un nouvel équilibre des conditions monétaires mondiales sembla être en vue et le commerce bénéficia, dans de nombreux pays, d'une amélioration rapide que devait seul interrompre le brusque mouvement de recul qui eut, à l'automne de 1937, son origine aux Etats-Unis. En dépit de ces vicissitudes et d'autres encore que connut la vie économique, le volume de la production mondiale avait fait des progrès considérables depuis 1933, comme en témoignent le graphique de la production des matières premières (page 6) et celui de la production industrielle (page 8).

L'accroissement de la production ne pouvait, toutefois, que partiellement contribuer à relever le niveau de vie: une augmentation rapide des dépenses d'armement absorba, surtout à partir de 1936, une portion toujours plus importante du revenu national. Mais, en raison même du volume accru de la production, l'on put, en général, faire face au flot montant des demandes sans réduire réellement les marchandises et les services destinés aux usages ordinaires.

C'est au rythme de 20 milliards de dollars par an que se sont poursuivies, d'après les estimations, les dépenses d'armement du monde pendant le premier semestre de 1939. Il convient d'ajouter à ce chiffre ceux, inconnus, des sommes que les gouvernements ont consacrées à la constitution de stocks de marchandises essentielles. Il est surprenant, à maints égards, que d'aussi fortes dépenses publiques, à une époque où la production courante de l'or atteignait un volume record et où les taux d'intérêt étaient plus faibles qu'à aucun autre moment depuis la fin du siècle dernier, n'aient provoqué aucun relèvement sensible du prix des marchandises.

Aux Etats-Unis, les prix de gros, après avoir monté en 1936/37, retombèrent, en août 1939, à leur niveau moyen de 1934. Les stocks de marchandises étaient manifestement assez importants pour satisfaire toutes les demandes sans qu'aucune tension ne se marquât sur les marchés. Pour ce qui est des matières premières, la capacité des régions productrices ne fut pas complètement utilisée, ainsi que le prouvent, entre autres, les plans de restriction en vigueur et la rapide augmentation du rendement que l'on constatait dès



que les contingents de production ou d'exportation étaient élargis pour répondre, comme durant l'hiver de 1936/37, à un accroissement de la demande. En raison des progrès techniques et de la persistance, dans divers pays, d'une marge inutilisée de la capacité industrielle, l'on pouvait produire en plus grande abondance certains

articles finis et semi-finis. La chute du prix des marchandises qui s'est produite aux Etats-Unis pendant les huit premiers mois de 1939 a naturellement pesé sur les pays européens où les affaires étaient actives et les tendances locales, par conséquent, contraires à une baisse.

Durant le premier semestre de 1939, la production industrielle mondiale, si l'on y comprend celle des Etats-Unis, avait à peine regagné son niveau de 1929, alors qu'elle dépassait de 12 % ce niveau si l'on ne tient pas compte des Etats-Unis. Dans ce dernier pays, la courbe des affaires fléchit légèrement jusqu'à l'été de 1939 pour accuser ensuite une très nette reprise. Les importations de matières premières aux Etats-Unis, légèrement supérieures à celles de 1938, demeurèrent cependant, au cours du premier semestre de 1939, bien inférieures à ce qu'elles avaient été pendant le boom de 1936/1937: on ne réussit pas à les augmenter réellement et ceci influa sur la situation des producteurs des principales matières de base qui se virent peu à peu contraints de restreindre graduellement leurs propres achats dans les pays industriels. Tel est l'un des processus par lesquels le fléchissement intervenu sur les marchés mondiaux réagit sur l'économie des divers pays d'Europe. La Suède offre, à ce point de vue, un exemple intéressant, à cause de la différence marquée qu'on observe dans ce pays, en 1938, entre les rythmes de la production pour le marché intérieur et de la production pour l'exportation.

L'essor des industries travaillant pour le marché intérieur, se conjuguant avec une contraction de la production destinée à l'exportation, devait logiquement



entraîner un accroissement de l'excédent des importations. C'est ce qui ne manqua pas de se produire, comme en témoigne le tableau ci-dessous:

Suède — Indices de la production industrielle.\*

Indices: 1935 = 100	Industries travaillant pour le marché intérieur et produisant		Industries travaillant pour l'exportation	Autres industries (non classées)	Total
	des biens de consommation	des biens d'in- vestissement			
1933	84	64	76	78	74
1935	100	100	100	100	100
1936	106	110	111	107	109
1937	115	125	128	123	122
1938	119	131	113	125	123

\* Chiffres annuels de la Chambre de commerce suédoise, plus généraux que les indices mensuels de la Fédération des industries suédoises utilisés pour le graphique de la page 8.

Le cas de la Suède est remarquable en ce sens que la courbe économique de ce pays montait de façon presque ininterrompue depuis 1933, c'est-à-dire depuis cinq ans lorsque survint, en 1938,

Suède — Commerce extérieur.

En millions de couronnes	Exporta- tions	Importa- tions	Solde
1936	1.514	1.633	— 119
1937	2.000	2.123	— 123
1938	1.843	2.082	— 239

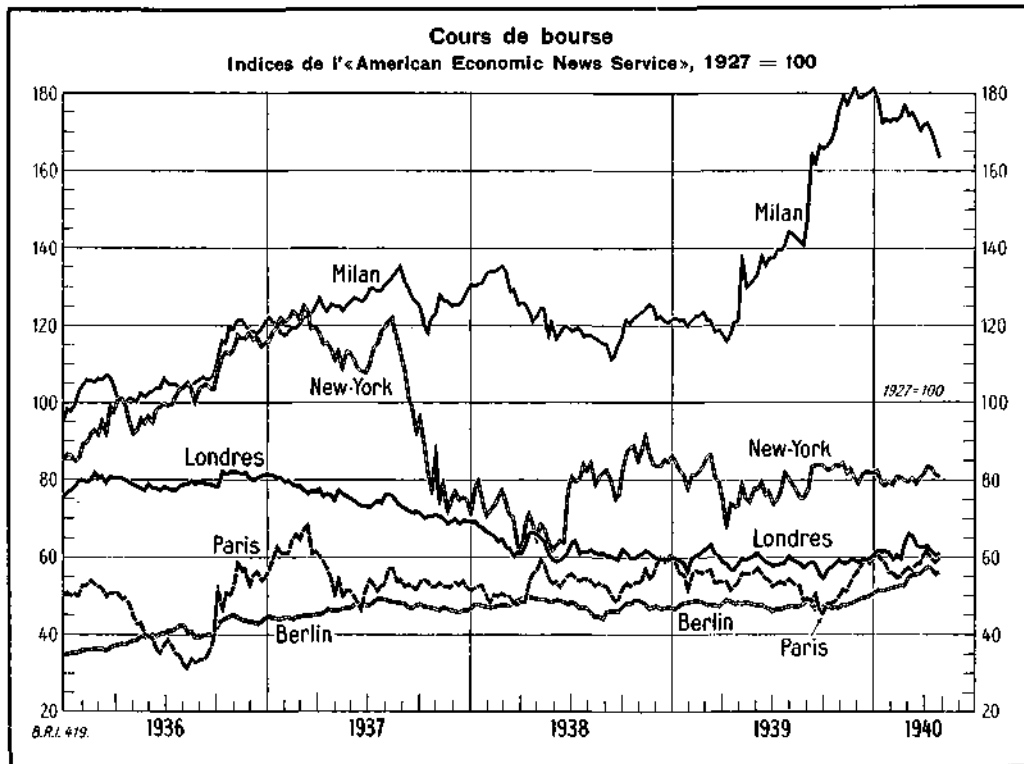
le fléchissement des marchés mondiaux. L'on redouta, en Suède, que le moment d'un recul de l'activité intérieure ne fût arrivé comme le laissait prévoir l'évolution habituelle du cycle des affaires. Or, même les

influences fâcheuses de l'extérieur ne freinèrent pas les progrès. Rappelons, à ce propos, que les dépenses d'armement augmentaient à une cadence plus lente, en Suède, que dans la plupart des autres pays. Il semblerait que la Suède ait été en mesure de ménager un équilibre convenable dans la structure de ses prix de revient et de vente, y compris la rémunération du travail et du capital, et qu'elle ait ainsi maintenu à un niveau élevé les placements intéressant la construction de maisons d'habitation et les autres investissements.

Dans les autres pays d'Europe, à peu d'exceptions près, les dépenses d'armement s'accrurent progressivement. Sans rechercher si ce gonflement des dépenses publiques a plus contribué à stimuler ou à contrarier le développement général de l'activité industrielle constaté au début de 1939, nous pouvons cependant noter combien l'augmentation de la production des armements s'est révélée compatible dans un grand nombre de pays avec un accroissement des investissements privés afférents aux logements par exemple.

La guerre est survenue à un moment où, dans la plupart des pays, la reprise des affaires se manifestait par un accroissement de la consommation, de

la production et des investissements. Les milieux d'affaires, abstraction faite de la crainte de la guerre, envisageaient certainement l'avenir avec plus de confiance. Au point de vue psychologique, la crainte de la guerre avait exercé une influence déprimante non pas tant peut-être sur l'industrie et le commerce que sur la bourse, où les cours eurent tendance à baisser jusqu'en août 1939 dans de nombreux pays.



Au début de la guerre, l'attitude des capitalistes se modifia brusquement. L'on nota, particulièrement à New-York, une hausse du cours des actions durant la première quinzaine de septembre; cette hausse fut suivie d'un fléchissement des cours lorsqu'il apparut que les commandes étrangères ne provoqueraient pas aux Etats-Unis un boom de guerre dont on s'était exagéré l'importance.

Le passage de l'économie de paix à l'économie de guerre qui s'était effectué progressivement en 1914/15, avec ce mot d'ordre «business as usual» (rien de changé dans les affaires), fut accéléré à l'automne de 1939 par l'introduction immédiate de mesures de portée considérable dont la plupart avaient été préparées d'avance. Etant données cette préparation antérieure et la grande liquidité des marchés monétaires, l'on n'eut pas à décréter des moratoires généraux comme au début de la guerre de 1914. En revanche, de nombreux pays durent aussitôt adopter des restrictions de change ainsi que des prohibitions d'exportation et d'importation intéressant un grand

nombre d'articles, dont les effets furent sensibles tant sur le commerce extérieur que sur les économies nationales.

Les traits essentiels de l'économie de guerre, qui ont fait l'objet d'études si serrées pendant et après la dernière guerre et qui reviennent maintenant au premier plan, sont simples. Le problème capital résulte du fait que les besoins de l'État s'accroissent du simple au double ou même davantage, à un moment où la production réelle de biens et de services se trouve réduite par la mobilisation et par les obstacles que l'on oppose au commerce international. Sans doute, il est des moyens de compenser partiellement cette diminution : les travailleurs de l'arrière peuvent augmenter leur rendement, on peut tirer parti d'éléments précédemment négligés, augmenter le nombre des femmes occupées hors de leur foyer, mieux utiliser les hommes et les machines disponibles et s'attacher moins à l'entretien et au remplacement du matériel qui n'est pas directement nécessaire à la poursuite de la guerre. En outre, il est possible de se servir des avoirs étrangers, or, devises ou investissements, pour contrebalancer la diminution des exportations et les autres pertes affectant la balance des paiements. Mais comme aucun pays ne désire puiser dans ses réserves plus qu'il n'est indispensable, chacun déploie de grands efforts pour maintenir ses exportations à un niveau aussi élevé que possible. Dans la majorité des cas, toutefois, on ne peut produire en vue de l'exportation que si l'on obtient les contingents nécessaires d'ouvriers et de matières premières. C'est ainsi que cette production devient un élément de l'organisation générale de guerre, dépendant, comme tel, du bon vouloir des autorités. Le véritable problème d'économie qui se pose est de savoir comment utiliser au mieux des ressources limitées pour un but primordial qui ne saurait être atteint sans comporter nécessairement un abaissement du niveau de vie. Au point de vue financier, le gouvernement dispose de divers moyens pour se procurer les ressources nécessaires : accroissement des impôts, appels à l'épargne liquide, mobilisation des ressources étrangères, autres réquisitions et, finalement, inflation. Il y a, bien entendu, un désir général d'éviter l'inflation, et ce paragraphe que nous extrayons du rapport annuel de la Banque du Canada illustre bien la pensée prédominante de chacun : « Se souvenant des effets qu'avaient eus les formes d'inflation apparues pendant et après la guerre de 1914—1918, divers pays ont exprimé leur intention de faire tout le possible pour ne pas revoir l'inflation au cours de la lutte actuelle. Le succès d'un tel effort, dans les pays où il sera tenté, dépendra largement, sans aucun doute, de la façon dont le public comprendra et acceptera cette idée qu'un sacrifice direct est plus équitable, et en fin de compte moins onéreux, que tout autre moyen de solution des problèmes financiers que soulève la guerre ».

Dans les divers pays, non seulement chez les belligérants, mais aussi dans les pays neutres en Europe, les dépenses de l'État se sont rapidement

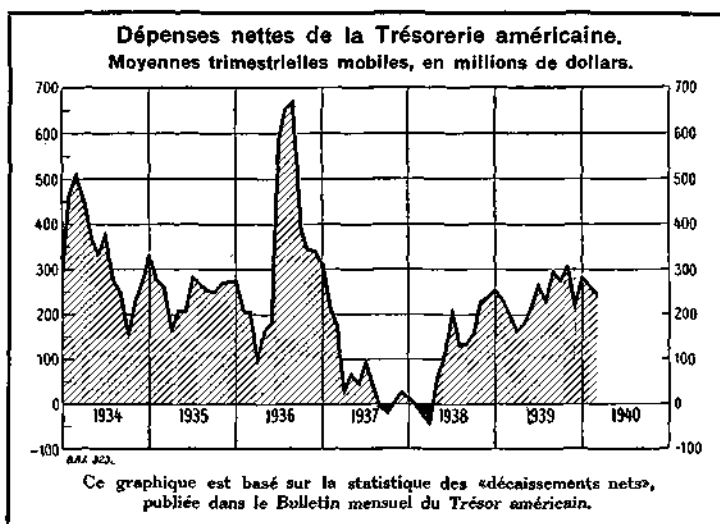
accrues à partir de l'automne de 1939 et il a fallu aviser sans retard aux moyens de couvrir, par de nouveaux impôts et par l'emprunt, les déficits ainsi creusés. En Suisse, par exemple, le budget s'est clos sur un chiffre de dépenses de 518 millions de francs suisses en 1938, de 633 millions en 1939 et l'on s'attend à ce que la mobilisation et la défense nationale coûtent, de septembre 1939 à fin juin 1940, 2 milliards et demi, soit à peu près autant que la mobilisation pendant les quatre années de la guerre de 1914—1918. Les engins de guerre actuels coûtent beaucoup plus cher que ceux de 1914—1918 et même si, par l'effet d'une technique meilleure et d'une industrialisation plus poussée, le rendement de l'arrière peut avoir augmenté de 25 à 50 %, c'est un effort considérable qu'il faudra accomplir pour financer la guerre ou la mobilisation. Dans tous les pays, les discussions roulent sur un thème à peu près semblable : comment s'y prendre pour restreindre la consommation privée et libérer ainsi les ressources qu'exigent les immenses besoins de l'Etat ?

La guerre actuelle est intervenue avant que les dettes contractées de 1914 à 1918 n'aient été remboursées, de sorte que certains pays l'ont commencée avec une dette publique fort lourde, égale parfois, ou supérieure même, au revenu national d'une année. Les impôts ont été portés à des taux inconnus jusqu'ici ; néanmoins, peu de pays d'Europe ont été en mesure, au cours du premier semestre de guerre, de couvrir plus de la moitié de leurs dépenses totales par des recettes d'origine fiscale. On a grand besoin d'emprunter et les capitaux qui allaient auparavant à l'entreprise privée sont maintenant nécessaires à l'Etat. Ce fait présente une très grande importance pour la construction. Cette industrie avait, au cours de ces dernières années, représenté une des principales possibilités de placement de l'épargne ; dans de nombreux pays, la moitié au moins des avoirs capitalisés d'année en année l'étaient sous forme de constructions. Durant 1914—1918, l'activité de cette industrie avait diminué de 40 % environ en Grande-Bretagne et l'on s'attend à une baisse au moins aussi considérable au cours de la guerre actuelle. Pareil ralentissement ne peut qu'exercer une influence déprimante sur l'économie nationale et, par cela même, neutraliser, dans une certaine mesure, le stimulant que les dépenses non couvertes de l'Etat apportent aux affaires et notamment aux industries travaillant pour l'armement. Du point de vue financier, le fait que des ressources antérieurement consacrées aux constructions soient mises à la disposition des Trésoreries ne pose que peu de problèmes, mais, du point de vue économique, le transfert d'ouvriers des diverses branches de la construction où ils sont d'habitude fortement rémunérés, à d'autres industries où ils le sont généralement moins, ne s'opère pas si aisément. Et nous ne mentionnons pas ici certaines difficultés d'ordre matériel que comporte, surtout pour les ouvriers spécialisés, un changement de métier et de lieu de travail. On trouve là un exemple excellent de l'action réciproque des réadaptations finan-

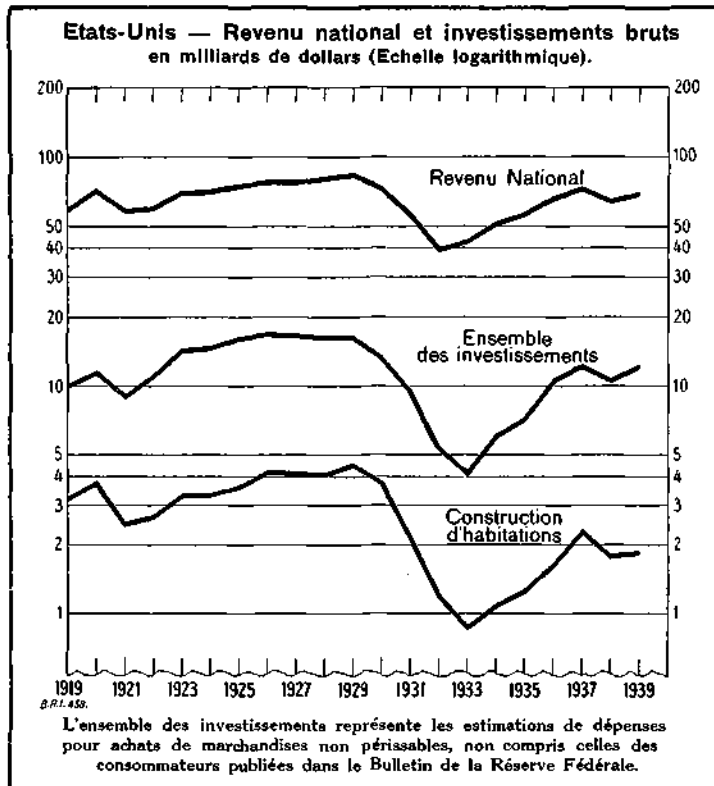
cières et économiques. Il met également en lumière la différence existant entre les économies de guerre européennes et l'économie de paix des Etats-Unis, car on ne peut guère douter que la tendance du commerce américain sera largement fonction de la tenue de l'industrie de la construction.

Certes, l'augmentation des commandes passées par l'Europe réagira sur l'industrie des armements et quelques autres industries des Etats-Unis, la fabrication des outils et des machines, par exemple. D'autre part, une certaine quantité de marchandises seront exportées vers un grand nombre de pays et, parmi ceux-ci, les nations de l'Amérique latine prendront peut-être une importance spéciale. Il se pourrait que ces gains réalisés par le commerce d'exportation des Etats-Unis ne fussent nullement négligeables. Dans la mesure où les règlements s'effectueront en or ou à l'aide d'autres moyens comportant un accroissement net du pouvoir d'achat actif sur le marché américain, il est vraisemblable que les facteurs de reprise suscités par le commerce d'exportation acquerront une vigueur nouvelle. Mais, en tout état de cause, on ne voit pas comment l'économie des Etats-Unis — dont le revenu national dépasse 70 milliards de dollars — pourrait être affectée de façon décisive par un accroissement des exportations de l'ordre de celui qui s'est produit et qui se mesure par les chiffres suivants: les exportations se sont élevées à un total d'environ 2 milliards de dollars pendant le semestre ayant pris fin en février 1940, contre 1 milliard et demi pendant le semestre correspondant de 1938/39. Le point le plus élevé du premier redressement qui ait eu lieu depuis l'ouverture des hostilités a été atteint dès le mois de décembre 1939: ceci semble indiquer que les commandes de guerre n'exercent qu'une influence restreinte et que l'économie américaine est toujours, au premier chef, une économie de paix.

Les dépenses de défense nationale du gouvernement des Etats-Unis lui-même ont passé de 1.140 millions de dollars en 1938/39 à 1.359 millions de dollars en 1939/40 et, dès l'origine, 1.539 millions de dollars de crédits ont été prévus à ce titre dans le budget de 1940/41, auxquels des crédits supplémentaires de plus de 1 milliard de dollars ont été ajoutés. Tous ces ac-



croissements affectent, à peu de chose près, les industries qui avaient déjà bénéficié du stimulant des commandes européennes et risquent, par conséquent, d'accroître le déséquilibre dont souffre l'économie américaine. Comme le projet de budget de 1940/41 des Etats-Unis prévoyait une réduction des crédits afférents à l'assistance, l'excédent net des dépenses ne devrait pas, tout compte fait, être supérieur à l'accroissement total des dépenses de défense nationale. L'expérience a montré que les mesures d'ordre monétaire telles que la dépréciation du dollar, l'argent à bon marché et l'engagement de dépenses au delà des recettes ont été par elles-mêmes impuissantes à réaliser ou même à maintenir effectivement une reprise continue. Leurs effets ne peuvent être durables que si ces mesures, entre autres facteurs d'ordre économique, assurent, de façon constante, l'investissement de fonds privés en biens de production non périssables et en habitations.



L'accroissement de capital indiqué dans le graphique ci-contre repose sur des données en valeur et l'on peut se demander s'il n'y aurait pas lieu d'y apporter un correctif en raison des changements intervenus dans les prix. A cet effet, on pourrait, par exemple, rapprocher la tendance de 1939 de celle des années 1926—1929. Les prix de gros américains de 1939 étaient inférieurs d'environ 20 % à ceux de 1929, mais les taux des salaires

supérieurs de 10 à 20 %. Les indices que l'on possède relativement aux coûts des constructions semblent indiquer qu'en 1939 ceux-ci étaient aussi élevés qu'en 1929 malgré la contraction subie par le montant brut du capital investi. La formation plus lente du capital pendant les années 1920 à 1940, a souvent été attribuée, ces temps derniers, au fait que l'économie américaine s'approche davantage de la maturité. L'on fait couramment observer, d'ailleurs, que puisque les ressources naturelles sont toujours plus complètement

exploitées («disappearance of the frontier», c'est-à-dire disparition de la «zone» inexploitée de l'Ouest) et que la population augmente moins rapidement en raison de l'arrêt virtuel de l'immigration, il faut bien prévoir un accroissement plus lent des avoirs constitués par l'initiative privée. Le total des installations, immeubles et machines existants se rapproche davantage des besoins qu'auparavant et, souligne-t-on, les facteurs d'expansion sont moins impérieux. L'on acquiert cependant une autre idée de la situation, si l'on se reporte à l'état de choses qui prévaut dans quelques-uns des «anciens» pays d'Europe où la «frontière» a disparu depuis longtemps. Dans le Royaume-Uni, en Suède et en Suisse — comme nous l'avons vu plus haut — la moitié, de l'accroissement brut du capital porte sur l'habitation qui, aux Etats-Unis, entre au contraire à peine pour le quart dans cet accroissement, en dépit du rythme peu élevé de l'ensemble des investissements effectués ces dernières années dans ce pays. Lorsque l'épargne courante est moins utilisée pour le développement des industries du rail, de l'électricité, de l'automobile ou pour la construction d'un réseau d'autoroutes, on peut, comme dans nombre de pays d'Europe, l'utiliser plus largement à améliorer l'habitation. Les Etats-Unis se préoccupent grandement d'augmenter leurs possibilités de construction, notamment en matière de logements à bon marché où les prix reviennent et les conditions de financement sont, bien entendu, des éléments d'une importance particulière. D'une façon générale, l'expansion de l'automne de 1939 n'a été caractérisée que par un faible relèvement des salaires, trait qui la met en nette opposition avec les tendances du boom passager de 1936/37.

Les pays de l'Amérique latine et les producteurs de matières premières du reste du globe, qui totalisent avec les Etats-Unis environ 50 % de la capacité productive du monde, ne sont que relativement peu atteints par les perturbations nées de la guerre car ils peuvent, en fait, exporter leurs produits à des prix généralement plus élevés. Les réserves monétaires de ces pays se sont accrues durant l'hiver 1939/40 et les cours de leurs obligations étrangères se sont améliorés. Dans la mesure où l'on pourra parler, tant que durera la guerre, d'un marché mondial ou d'un niveau-or des prix des marchandises, l'on aura nécessairement en vue l'état de choses existant en dehors des marchés plus ou moins bouleversés de l'Europe. Même si l'on ne peut diviser le monde — si étroitement uni par les moyens de communication modernes — en deux moitiés nettement distinctes, il existera une différence considérable entre les économies relativement libres d'outre-mer et celles des pays (situés pour la plupart en Europe) qui, pour faire face à des circonstances extraordinaires, s'orientent vers un contrôle plus serré de la production, du commerce, soit intérieur, soit extérieur, et du prix des marchandises.

Un problème qui se pose nécessairement dans de telles conditions est celui de savoir jusqu'à quel point il sera possible de remplacer le système

auquel on a habituellement recours pour stimuler l'activité, et qui consiste à relever les prix et les salaires, par une organisation plus directe de la production. Pendant la période de 1914 à 1918, on laissa jouer, en ce qui concerne les prix, le mécanisme familial qui incitait à l'activité économique et tendait à restreindre la consommation, mais l'on aboutit ainsi à l'inflation. Dans la pratique, il faudra, très probablement, trouver quelque moyen terme entre le contrôle direct et le stimulant que représente une rémunération plus forte; toutefois, ce moyen terme ne sera pas nécessairement le même dans tous les pays. Pour ce qui est des marchandises importées, il faudra bien, en règle générale, payer le «prix économique», quoique les gouvernements accordent, dans plusieurs cas, des subventions (accompagnées ou non de rationnement) destinées, dans l'intérêt immédiat du consommateur, à abaisser le prix des marchandises importées.

Le contrôle direct a été appliqué aussi au marché monétaire et à celui des capitaux. La guerre de 1914—1918 est intervenue alors que la demande de capital et les taux d'intérêt augmentaient depuis longtemps déjà. Durant la guerre, les taux ont continué de monter. La guerre actuelle a surgi alors que, depuis plusieurs années, l'argent était bon marché et, jusqu'à présent tout au moins, ce bon marché de l'argent s'est généralement maintenu en dépit des hostilités. Pour canaliser l'épargne courante vers les caisses de l'Etat, l'on a procédé par voie de restrictions directes sur tous autres emprunts et non par le relèvement des taux. D'autre part, le rationnement des denrées, en réduisant les occasions de dépenses, contribue probablement à orienter l'épargne privée vers la trésorerie publique. A la fin d'avril 1940, quatre pays seulement avaient élevé leurs taux officiels d'escompte au-dessus des taux de l'été de 1939: la Suède, d'un demi pour cent, les Pays-Bas et la Norvège, de 1% et le Danemark, de 2%. Dans ces quatre pays — comme dans la majorité des autres — le montant des billets en circulation avait augmenté en raison du désir du public de posséder des espèces pour parer aux circonstances. En dehors des besoins pressants de l'Etat, l'on a également ressenti les effets d'une demande de facilités de crédit, de nature plus proprement commerciale, celle-là, en raison de l'importance croissante du paiement au comptant de certaines marchandises importées, ainsi que pour conserver des stocks de réserve et financer des acquisitions de machines et d'outillage, dans les industries de guerre notamment.

Les échanges extérieurs se règlent de plus en plus au comptant. Le principe «cash and carry» de la législation des Etats-Unis correspond en fait à une tendance très répandue que la multiplication des clearings et, bien entendu, l'incertitude générale ont renforcée. L'or, moyen classique de règlement des soldes dus par un pays à un autre, prit naturellement une importance accrue, et cette



évolution de la pratique des paiements internationaux se reflète jusqu'à un certain point dans les opérations de la Banque des Règlements Internationaux. Les relations de crédit normales subsistent naturellement entre les pays ayant des liens politiques — métropole et colonies, par exemple — de même qu'entre les maisons-mères et leurs filiales à l'étranger. Il convient de mentionner, en outre, les crédits octroyés en vertu d'accords spéciaux; c'est ainsi que l'Export-Import Bank des Etats-Unis prête, à plus long terme, des fonds provenant de sources publiques. Sur une plus petite échelle, la Banque des Règlements Internationaux a continué à accorder, par l'intermédiaire des banques centrales, certains crédits commerciaux de type courant et elle est heureuse, à cet égard, de pouvoir citer la déclaration suivante extraite du Rapport annuel de la Banque Nationale Suisse: «Grâce à la collaboration des banques d'émission avec la Banque des Règlements Internationaux, la Banque nationale a pu obtenir de cet établissement des avances en monnaies étrangères qu'elle a cédées aux exportateurs contre remise d'une couverture appropriée. Comme l'exportateur transformait immédiatement en francs suisses, au cours du jour, le montant du prêt libellé en devises et qu'il se servait, pour rembourser la Banque nationale, de la monnaie étrangère reçue en règlement de sa facture, il évitait le risque de change.»

Les affaires ont cessé, depuis l'ouverture des hostilités, entre les pays qui sont en guerre. Les lois sur le commerce avec l'ennemi et les autres mesures de guerre économique promulguées par les nations belligérantes ont diminué ou supprimé les affaires sur de nombreux autres points. La politique de la Banque des Règlements Internationaux consiste et a toujours consisté à limiter strictement ses activités aux opérations qui ne sauraient en aucune façon conférer un avantage économique ou financier à l'un quelconque des belligérants. La Banque a envoyé en décembre à tous ses clients une lettre exposant les principes qu'elle se considère comme tenue d'observer et celle-ci a recueilli l'approbation générale en raison de la politique de scrupuleuse neutralité dont elle était l'expression.

## II. COURS DES CHANGES, COMMERCE EXTÉRIEUR ET MOUVEMENTS DES PRIX.

### 1. COURS DES CHANGES.

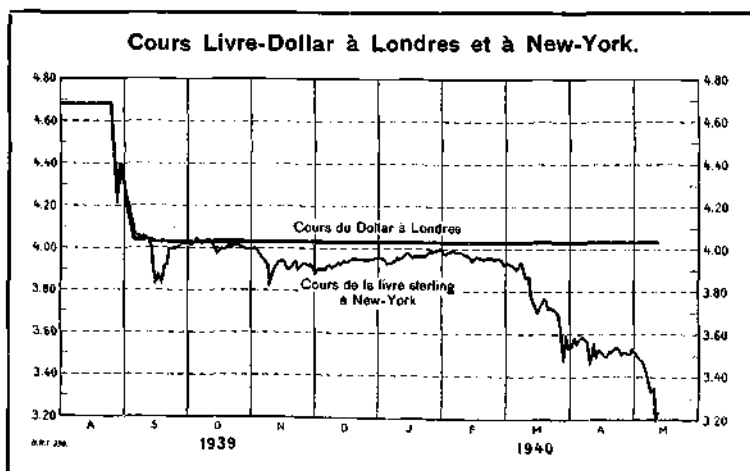
L'accroissement de la tension internationale, puis l'ouverture des hostilités au mois de septembre eurent sur le marché des changes, comme en d'autres domaines, des répercussions qui divisent l'année 1939 en deux périodes nettement distinctes. Les sept premiers mois et demi de cette année ont été caractérisés, à cet égard, par une stabilité remarquable. Jamais, depuis 1931, les principales monnaies et celles qui en dépendent n'avaient connu moins de fluctuations. De rares exceptions — comme dans le cas de la Chine et du Pérou — n'infirment pas une règle qui a prévalu malgré de vastes mouvements de fonds dus, en particulier, à des rapatriements de capitaux en France et au transfert ininterrompu d'avoirs liquides vers les Etats-Unis. Dans les pays non assujettis encore au contrôle des changes, l'intervention des banques centrales et des Fonds d'égalisation des changes assura, en dépit de circonstances défavorables, une grande disponibilité de moyens de paiements internationaux. Néanmoins, au mois d'août, la tension devint trop forte et l'allure des marchés des changes se modifia du tout au tout en quelques jours. La livre sterling cessa d'être soutenue, son cours se déprécia de 14 % par rapport au dollar et il en fut de même pour un certain nombre de monnaies qui lui étaient rattachées. Le contrôle des changes fut instauré au mois de septembre 1939 au Royaume-Uni comme en France et, au cours des mois suivants, diverses autres monnaies, librement négociées jusqu'alors, furent soumises à des mesures semblables. Au printemps de 1940, quatre seulement des principales devises du monde étaient exemptes de réglementation officielle: le dollar, le belga, le florin et le franc suisse.

La stabilité de la livre sterling, depuis les premiers mois de l'année 1939 jusqu'à la dernière semaine du mois d'août, était directement due à l'intervention du Fonds d'égalisation des changes. Pour la première fois depuis 1931, la livre était accrochée à un cours rigoureusement fixe qui, jusqu'au matin du 25 août, fut de \$4,68 $\frac{1}{4}$ — $\frac{1}{2}$ . Mais elle se trouvait cependant soumise à une certaine pression et menacée par des sorties de capitaux auxquelles l'exposaient une balance des paiements passive (grevée par des importations supplémentaires pour les armements), par une dépression persistante chez les pays producteurs de matières premières du bloc sterling, par des retraits, de la part des banques centrales, de réserves déposées à Londres, par le rapatriement de capitaux en France et enfin par le transfert à New-York de fonds cherchant un refuge sur cette place. En fixant rigoureusement son cours, on se proposait, entre autres, d'éliminer l'attrait que présente, pour la spéculation étrangère, une monnaie qui se déprécie progressivement. L'action des autorités fut facilitée par l'interdiction, décrétée à nouveau en décembre 1938, des émissions d'obliga-

tions pour compte étranger et par les mesures officieuses de restriction prises en janvier 1939 à l'égard de la spéculation sur l'or et les devises étrangères, notamment en matière d'opérations à terme. En outre, les avoirs internationaux du Fonds d'égalisation des changes furent reconstitués par le transfert d'un montant d'or de 350 millions de livres sterling (au prix du marché) provenant de la Banque d'Angleterre.

Ainsi armé, le Fonds répondit aux demandes de devises étrangères sur le marché au comptant et il intervint, dit-on, sur le marché à terme du dollar pour maintenir le déport sur la livre voisin de l'écart existant entre les taux d'intérêts à court terme cotés à Londres et à New-York. Le dénouement, au printemps, d'opérations à terme sur or venues à échéance et qui, en vertu de mesures de restrictions officieuses, ne pouvaient être prorogées, contribua à soutenir la livre dans la mesure où ces positions d'or à terme ne furent pas remplacées par des reports sur devises ou par de nouveaux contrats sur or à Amsterdam. De plus, les fonds à court terme se détournèrent du dollar à la fin de juin et durant les premiers jours de juillet, lorsque le sénat des Etats-Unis refusa, temporairement, de prolonger la durée du Fonds de stabilisation américain. Sur l'ensemble de la période toutefois, la livre fut soumise à une pression persistante. Les rapatriements de capitaux de Londres en France, qui avaient commencé en novembre 1938 et s'étaient poursuivis, après une légère interruption à l'ouverture des hostilités, jusqu'à la fin de l'année, s'intensifièrent pendant les périodes de crise politique, tout comme les sorties de fonds qui cherchaient refuge à New-York. La tension politique s'étant accrue à partir du milieu d'août, les demandes de devises étrangères adressées au Fonds d'égalisation s'élevèrent, selon les évaluations, à plus de 10 millions de livres par jour. Le 24 août, le taux d'escompte était porté de 2 à 4%; le jour suivant, le Fonds d'égalisation des changes cessait d'intervenir sur le marché et laissait la livre trouver son propre niveau. Son cours en dollars baissa, en un jour, de \$4,68 à \$4,40 pour atteindre \$4,27 à la fin du mois. Le 26 août, les opérations sur titres étrangers furent officiellement interdites. Faisant suite à la déclaration de guerre de l'Angleterre, intervenue le dimanche 3 septembre, le contrôle des changes était établi le lundi, en vertu des dispositions des «Defence (Finance) Regulations».

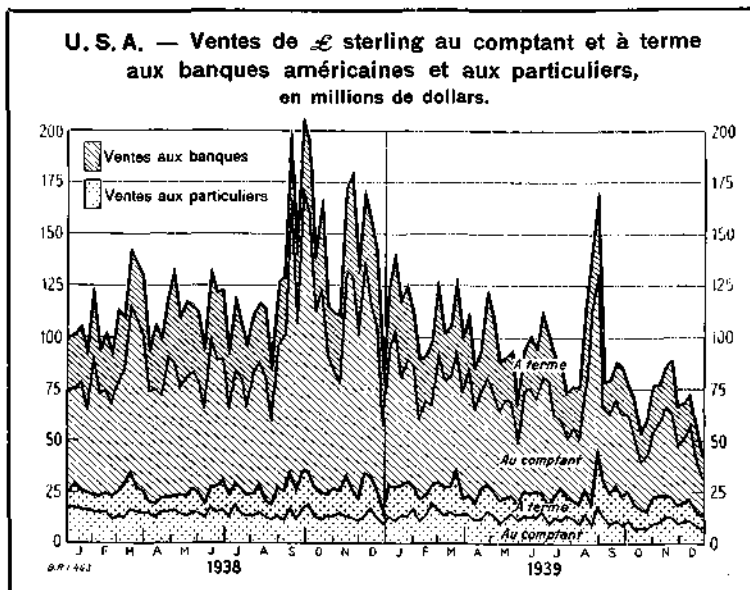
Ce contrôle des changes limitait les opérations à des banques et banquiers agréés, réglementait l'achat des devises étrangères, le commerce de l'or et habilitait la Banque d'Angleterre à fixer des cours officiels pour les monnaies étrangères. Elle fixa tout d'abord le cours d'achat du dollar à \$4,06 par livre et le cours de vente à \$4,02; puis elle porta le cours d'achat à \$4,04 au milieu de septembre. Au début de janvier 1940, elle le releva encore à \$4,03½ et ramena le cours de vente à \$4,02½. Sur les marchés libres des pays étrangers, la livre sterling était toutefois cotée selon l'offre et la demande journalières. L'offre, sur ces marchés, émanait de deux sources: 1) les avoirs détenus au Royaume-Uni



par des personnes résidant hors de ce pays et qui pouvaient les transférer librement à des personnes résidant ou ne résidant pas au Royaume-Uni (la presque totalité de ces avoirs date d'avant la guerre);  
2) les avoirs constitués par des paie-

ments, effectués en livres sterling à des personnes ne résidant pas au Royaume-Uni, au titre d'importations faites dans ce pays. La demande émanait de personnes ne résidant pas au Royaume-Uni qui avaient à effectuer des paiements en livres sterling et que des accords de clearing ou autres, conclus entre leur pays et le Royaume-Uni, n'empêchaient pas de faire des versements en livres «libres». Lorsque les exportations du Royaume-Uni sont payées au moyen de livres achetées sur le marché libre, le contrôle des changes britannique n'encaisse pas de devises étrangères. Afin de réduire ces pertes indirectes, des mesures ont été prises pour accroître le nombre des accords de clearing et pour limiter les ventes de marchandises britanniques contre des livres sterling acquises sur le marché libre. Un amendement apporté à la réglementation des changes au mois de mars 1940, oblige, dans les territoires où s'applique le contrôle, les personnes exportant certaines marchandises (whisky, fourrures, étain, caoutchouc, jute et tissus de jute) à destination de l'un quelconque des pays suivants: Belgique, Pays-Bas et Suisse, Amérique du Nord et Amérique du Sud — sauf le Canada, l'Argentine et l'Uruguay — à exiger qu'on les paie, soit en monnaie étrangère, soit en livres sterling achetées au taux officiel. L'Australie et le Canada ont pris des mesures similaires qui s'appliquent toutefois à toutes les exportations à destination des pays dont la monnaie n'est pas rattachée à la livre sterling.

Les marchés libres de la livre sterling se sont caractérisés par des fluctuations d'une certaine ampleur: le cours baissa rapidement en mars 1940, pour atteindre environ \$3,50 en avril et il tomba de nouveau brusquement en mai. Seule une minime fraction des transactions totales en livres sterling s'effectue d'ailleurs sur ces marchés libres: on l'évaluait à 10 % vers la fin de 1939. On constate sur le graphique ci-après la diminution du montant des transactions en livres sterling aux Etats-Unis (principalement sur la place de New-York), tel que le révèlent les



ventes des banques et banquiers. D'une moyenne hebdomadaire de plus de 100 millions de dollars pendant les huit premiers mois de 1939, il est tombé à environ 60 millions de dollars après l'adoption des mesures de restriction. Ce sont surtout les ventes entre banques qui

ont baissé. Au contraire, les ventes aux acquéreurs autres que des banques, c'est-à-dire, pour la plus grande partie, aux preneurs qui seront les derniers usagers des livres achetées, ont même augmenté pendant la période de dépréciation de la livre, à la fin du mois d'août, et durant la baisse du cours libre, vers le milieu de septembre. Toutefois, dans ces chiffres, figurent aussi bien les ventes effectuées à des cours libres que celles faites à des clients par les banques américaines auxquelles il fallait s'adresser pour obtenir des livres « officielles ».

C'est grâce à l'existence d'un marché libre que le contrôle des changes de Londres a pu se dispenser de bloquer les avoirs étrangers conservés sur le marché britannique tout en ne permettant pas qu'ils fussent transférés aux cours officiels. Les détenteurs étrangers d'avoirs en livres sterling ont donc pu les retirer du marché britannique, mais seulement à des taux de change défavorables. Si l'on compare la situation de la place de Londres de 1914 avec celle de 1939, l'on constate qu'en 1914, les avoirs étrangers liquides de la Grande-Bretagne consistaient en 38 millions de livres sterling d'or dans les caisses de la Banque d'Angleterre, environ 120 millions de livres sterling de pièces d'or en circulation et en effets à court terme libellés en sterling, tirés sur l'étranger, d'un montant au moins égal, croyait-on, aux engagements à court terme contractés vis-à-vis de l'extérieur. Lorsque la guerre de 1939 éclata, les réserves d'or de la Banque d'Angleterre et du Fonds d'égalisation des changes étaient évaluées, au total, à environ 500 millions de livres sterling (dans le « Federal Reserve Bulletin » de décembre 1939), c'est-à-dire à un montant nettement supérieur à celui de 1914; en outre, les transferts de fonds massifs effectués en 1938 et pendant les sept premiers mois de 1939 avaient, sans aucun doute, considérablement réduit le

Fluctuations du cours des monnaies du bloc-sterling-or, en pourcentages.

Pays	Cours coté à Londres				Cours coté à New-York, en dollars par unité		
	Nombre d'unités par £, sauf indications contraires	24 août 1939	30 déc. 1939	Ecart en %	24 août 1939	30 déc. 1939	Ecart en %
<b>Empire Britannique</b>							
Australie . . . . .	100 £ A.	125,0,0	125,0,0	—	3,74 1/2	3,16 5/8	— 15,5
Inde Britannique . . . . .	par roupie	17 15/16 d.	18 d.	+ 0,3	0,3502	0,3020	— 13,8
Eire . . . . .	100 £	100,0,0	100,0,0	—	4,68 1/8	3,95 3/4	— 15,5
Nouvelle-Zélande . . . . .	100 £ N. Z.	124,7,6	124,7,6	—	3,77 1/4	3,19	— 15,4
Etablissements des Détroits . . . . .	par dollar	28 1/8 d.	28 3/16 d.	+ 0,2	0,5497	0,4656	— 15,3
Union Sud-Africaine . . . . .	£ S. A.	100,5,0	100,5,0	—	4,67 1/2	3,94 3/4	— 15,6
<b>Non rattachés au bloc sterling</b>							
Canada (et Terre- Neuve) . . . . .	\$ C.	4,68 1/2	4,45 1)	+ 5,3	0,99 5/16	0,88 3/4	— 10,6
Hong-Kong . . . . .	par \$ de H.-K.	14 3/8 d.	15 d.	+ 2,6	0,2847	0,2472	— 13,2
<b>Autres pays du bloc sterling</b>							
France . . . . .	Fr. fr.	176 23/32	176 1/2	+ 0,1	0,0264 15/16	0,0224 5/8	— 15,2
Egypte . . . . .	100 £ E.	97 1/2	97 1/2	—	4,80 1/8	4,05 7/8	— 15,5
Danemark . . . . .	cour. dan.	22,40	20,38	+ 9,9	0,2090	0,1933	— 7,5
Norvège . . . . .	cour. norv.	19,90	17,70 1)	+ 12,4	0,2351 1/2	0,2273	— 3,3
Suède . . . . .	cour. suéd.	19,40	16,90 1)	+ 14,8	0,2413 1/2	0,2383	— 1,3
Finlande . . . . .	markka	226 5/8	210	+ 7,9	0,02065	0,02	— 3,1
Estonie . . . . .	cour. eston.	17 3/4	16 1/8	+ 10,1	0,2574	0,2381	— 7,5
Lettonie . . . . .	lat	24 3/4	20 1/2	+ 17,1	0,1891	0,1930	+ 2,1
Portugal . . . . .	escudo	110 3/16	108	+ 2,0	0,0428	0,0370	— 13,6
Grèce . . . . .	drachme	540	535	+ 0,9	0,0085 7/8	0,0073	— 15,0
Turquie . . . . .	£ turque	5,83	5,10	+ 14,3	0,8029	0,7760	— 3,4
Yougoslavie . . . . .	dinar	205	200 2)	+ 2,5	0,0231	0,0235	+ 1,7
Japon . . . . .	par yen	14 d.	14 15/16 d.	+ 2,2	0,2731	0,2349	— 14,0
Argentine . . . . .	peso libre	20	17,75 1)	+ 12,7	0,2350	0,2275	— 3,2
Uruguay . . . . .	par peso libre	18 1/2 d.	22 d.	+ 18,9	0,3775	0,3750	— 0,7
Bolivie . . . . .	boliv. contrôlé	142 3/16	143 1/4	— 0,7	0,0329	0,0276	— 16,1

1) Cours officiels (moyens).

2) Cours des paiements commerciaux.

NOTE — Nous nous sommes efforcés de fournir des cotations comparables pour les différentes monnaies rattachées au bloc sterling: cela a été possible tant qu'il s'est agi d'un marché unique, pour les deux dates indiquées, mais dans le cas de plusieurs marchés, Londres et New-York par exemple, les cotations à la même date pour une monnaie donnée ne sont pas toujours comparables.

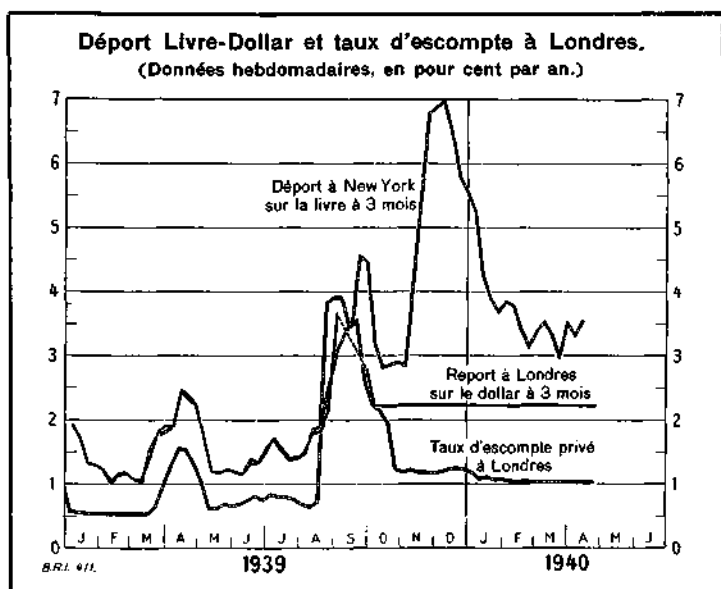
Les cours exprimés en livres sterling ont été cotés à Londres. Sauf dans les cas des monnaies des Dominions appartenant au bloc sterling, nous avons choisi, autant que possible, des cours moyens. Lorsque, pour telle ou telle date, nous ne disposons que d'un cours nominal «vendeur», nous n'avons fait figurer que des cours «vendeur» tout le long de la série. En ce qui concerne le peso argentin, le cours libre du 24 août a été comparé avec le cours officiel coté à Londres le 30 décembre.

Les cotations du dollar s'entendent des cours de clôture de New-York, câble, relevés sur les marchés où de tels cours existaient. Le cours de la couronne estonienne est tiré des cotations en dollars de la Banque Nationale d'Estonie. Pour la livre égyptienne, la livre turque et le lat, les cours ont été calculés par rapport aux «cross-rates» de Londres.

Comme les cours de Londres et de New-York ne sont pas comparables, le pourcentage d'appréciation à Londres et de dépréciation à New-York de certaines monnaies ne correspond pas toujours à la dépréciation de la livre, durant la période considérée, soit à New-York (15,5%), soit à Londres (14%).

volume des capitaux étrangers instables de la place de Londres. Toutefois, à défaut de renseignements plus complets sur ce point, il n'est pas possible d'indiquer les effets de cette réduction sur le solde net des avoirs et des engagements étrangers à court terme sur la place de Londres. Au mois de septembre 1939, presque tout l'or de la Banque d'Angleterre fut transféré au Fonds d'égalisation des changes et rendu ainsi directement utilisable.

Les fonds à court terme à New-York ont continué à ne rapporter pratiquement aucun intérêt pendant l'année passée, et le déport sur la livre sterling (report sur le dollar) peut être comparé avec un taux d'intérêt de Londres. Le taux des dépôts de banque à trois mois, qui est généralement plus élevé que le taux des effets, serait le plus indiqué dans ce but, mais on ne dispose pas de la série entière des cotations. Le graphique indique comment la différence des



dépôts et des taux d'intérêts est passée de moins de  $\frac{1}{2}\%$  en mars à près de  $1\%$  en avril 1939, lorsque la livre a été soumise à une forte pression, malgré les opérations à terme entreprises, dit-on, par le contrôle britannique. Il montre clairement, en outre, les effets du contrôle des changes sur le marché à terme: à Londres, les transactions autorisées ont été ré-

alisées à cours fixe; à New-York, des anticipations spéculatives ont prévalu sur le marché libre étroit, et l'escompte du cours libre au comptant, pendant son fléchissement du mois de novembre, produisit une réaction bien plus accentuée sur le marché à terme que la baisse plus importante intervenue au mois de mars 1940.

Aussi longtemps que le cours sterling-dollar demeura stable grâce à l'intervention du Fonds d'égalisation des changes, les diverses monnaies du bloc sterling restèrent stables aussi par rapport à l'or. Il existait donc un rapport fixe entre les monnaies du bloc sterling — reliées à la livre selon un taux constant, en raison d'attaches politiques (pays de l'Empire britannique), commerciales ou financières — et les monnaies rattachées à l'or à la tête desquelles se trouvait le dollar. Lorsque la livre fléchit en août 1939, les monnaies du bloc sterling ne la suivirent pas toutes; dans certains cas, leur cours ne se

modifia pas par rapport à la livre, dans d'autres la monnaie fut rattachée au dollar, mais là ne se bornèrent pas les changements. Nous nous sommes efforcés, dans le tableau de la page 24, de présenter aussi clairement que possible les divers mouvements relatifs aux cours du dollar et de la livre sterling. Signalons, toutefois, que l'existence de cotations différentes de la livre sterling sur le marché officiel et sur le marché libre, de même que la multiplicité des cours enregistrés pour quelques autres monnaies, rendent l'établissement d'un tel tableau très complexe.

Les faits peuvent se résumer de la façon suivante:

1) Le lien avec la livre sterling a été maintenu par les pays de l'Empire britannique adhérents du bloc sterling ainsi que par la France, l'Egypte et la Grèce. Dans l'Empire britannique, y compris tous les dominions, colonies de la Couronne, dépendances, territoires sous mandat et protectorats (à l'exception du Canada, de Terre-Neuve et de Hong-Kong), il s'est créé, en fait, une monnaie libre entourée de restrictions de change, mais libre à l'intérieur du bloc. En Egypte, l'on a appliqué des restrictions de change analogues à celles du Royaume-Uni. En outre, l'accord monétaire passé avec la France a établi un rapport fixe entre la livre et le franc.

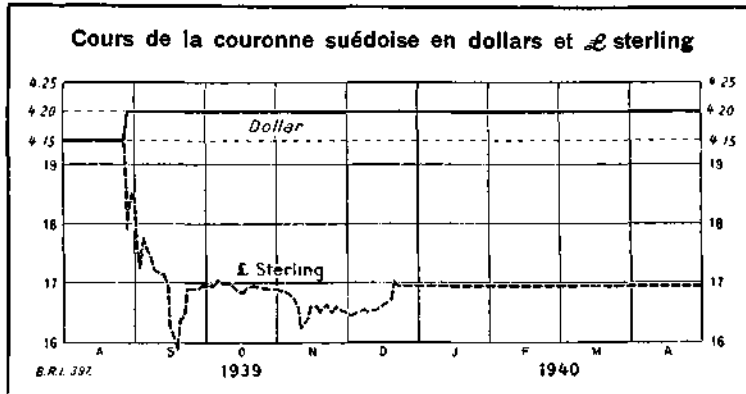
2) Le Canada, Terre-Neuve et Hong-Kong, qui bien qu'appartenant à l'Empire britannique n'avaient pas adhéré au bloc sterling en raison des étroites relations commerciales et financières qu'ils entretenaient avec d'autres pays, laissèrent leurs monnaies s'apprécier par rapport à la livre de 5,3%, dans le cas du Canada et de Terre-Neuve, et de 2,6% dans le cas de Hong-Kong. Sur le marché libre de New-York, le dollar canadien et le dollar de Hong-Kong ont varié comme la livre sterling, mais avec une marge de dépréciation moindre. Le Canada et Terre-Neuve ont adopté un système complet de réglementation des changes et certaines restrictions ont également été mises en vigueur à Hong-Kong.

3) Le Japon laissa le yen suivre la dépréciation de la livre sur le marché de Londres, puis, après avoir quelque peu hésité au mois de septembre, il lia sa monnaie au dollar, à raison de 1 yen = \$0,23<sup>7</sup>/<sub>16</sub>, afin d'éviter que le yen ne variât, comme la livre libre, par rapport à l'or.

4) Le Portugal, de son côté, ne s'opposa pas tout d'abord à ce que l'escudo suivît la livre sterling sur le marché officiel, mais il le rattacha au dollar, à raison de 27 esc. 50 = 1\$, au mois de novembre, lorsque la livre libre fléchit sur le marché de New-York.

5) Dans les pays scandinaves et baltes, divers mouvements se produisirent. La couronne suédoise demeura pratiquement stable par rapport au dollar, puisqu'elle ne se déprécia que de 1,3%. En revanche, les monnaies norvégienne et finlandaise baissèrent d'environ 3% et les couronnes danoise





et estonienne de  $7\frac{1}{2}\%$ . Au mois de septembre, les monnaies de l'Estonie et de la Lettonie furent rattachées à la couronne suédoise. Dans tous ces pays, l'on cote des cours fixes en dollars; d'autre part,

en Suède et en Norvège, l'on en cote aussi pour les «livres spéciales» depuis l'introduction d'accords de clearing récemment conclus avec le Royaume-Uni. Au Danemark, le contrôle des changes avait de même adopté un cours fixe pour la livre bien que ce pays n'eût pas signé d'accord commercial avec le Royaume-Uni. En Finlande, l'ouverture des hostilités détermina une situation spéciale. Le mark finlandais tomba d'environ 50 marks pour un dollar à 57 marks au début de janvier et à 62 marks en février. La Finlande et la Suède appliquèrent officiellement, depuis le début de la guerre, certaines restrictions de change limitées qui, pendant l'hiver, firent place à un contrôle complet des changes dans les deux pays. Mentionnons que, par dispositions spéciales, la Banque des Règlements Internationaux n'est pas assujettie aux restrictions qui limitent en Suède les opérations sur or et sur devises.

6) La Turquie laissa sa livre se déprécier quelque peu par rapport au dollar; quant à la monnaie yougoslave, elle rompit ses attaches avec la livre sterling à la fin du mois d'août pour adopter le cours de 55 dinars pour 1 dollar.

7) L'Uruguay, après avoir détaché sa monnaie de la livre sterling au milieu de septembre, lui fit regagner, et au delà, sa valeur primitive par rapport au dollar, tandis que l'Argentine, qui avait aussi transféré le peso sur une base dollar, le laissa baisser légèrement par rapport à cette dernière monnaie; cette dépréciation atteignit, dans le cas de certains cours officiellement déterminés, 2,7 %. Ainsi, depuis le 22 septembre 1939, l'Argentine a pratiqué quatre cours différents: le cours officiel «acheteur» de 3,36 pesos pour 1 dollar; un premier cours officiel «vendeur» de 3,73 pesos, applicable aux achats de marchandises essentielles pour le consommateur et pour l'industrie; un second cours officiel «vendeur» de 4,23 pesos, applicable à certaines autres marchandises et à certains autres services; enfin, le cours du marché libre de 4,39 pesos (cotation de décembre 1939). Des cours correspondants ont été calculés pour la livre sterling, sur la base du cours officiel de Londres, soit 4,02 dollars pour 1 livre sterling. En Bolivie, la monnaie se détacha de la livre sterling pour se lier

au dollar sur la base du cours le plus bas atteint, au mois de novembre, par la livre sur le marché libre de New-York; à la fin de l'année, la livre libre s'était redressée et le cours contrôlé du boliviano se trouvait en conséquence déprécié par rapport à la livre comme par rapport au dollar.

Depuis le mois de mai 1938 jusqu'à l'ouverture des hostilités, le franc français resta assez étroitement solidaire de la livre, mais les autorités françaises ont toléré certaines fluctuations, notamment lorsqu'en période de tension politique la livre accusait une certaine lourdeur. Depuis plusieurs années, le marché de Paris — contrairement à celui de Londres — ne détient pratiquement plus de fonds étrangers. Il semble, au surplus, que les Français aient rapatrié des capitaux considérables de l'étranger, surtout aux périodes de crise politique pendant lesquelles des sorties de fonds de la place de Londres tendaient à affaiblir la livre. Durant le mois de décembre 1938, le franc français s'améliora à 176,83 francs pour une livre contre 178,90 précédemment. Puis il oscilla, la plupart du temps, entre 176 et 177 jusqu'au moment où la livre commença de se déprécier. C'est alors — le 25 août 1939 — qu'il atteignit, par rapport à cette dernière monnaie, son cours maximum de  $175\frac{3}{16}$ . Dès que la guerre eut éclaté, il fut soumis à des restrictions de change et relié à la livre sterling au taux moyen de 176 $\frac{5}{8}$ . En fixant le franc à ce taux, on diminuait sa valeur par rapport au dollar. Celui-ci valait 43,80 francs vers le milieu de septembre alors qu'il n'en valait que 37,75 au 24 août, d'où, pour le franc français, une dépréciation de 14%, sur le marché officiel du moins; sur le marché libre de New-York, les cotations avaient tendance à suivre le cours de la livre sur ce marché.

La réglementation des changes, établie par décret en date du 9 septembre, prohibait l'exportation de France des capitaux sous quelque forme que ce fût, autorisait un certain nombre de banques et d'agents de change agréés à acheter des devises, stipulait que le droit d'en vendre était réservé à la Banque de France (plus tard à l'Office des changes), soumettait au contrôle de la Banque de France toutes les opérations portant sur les matières d'or et rendait obligatoire, avant le 15 novembre (par la suite, avant le 15 janvier 1940), le rapatriement ou la déclaration des avoirs étrangers possédés par les personnes résidant en France. Graduellement, les réglementations des changes adoptées par la France et par le Royaume-Uni furent moins rigoureuses entre les deux pays. La livre fut rendue plus facilement accessible sur le marché de Paris, de même le franc sur le marché de Londres, et on prit des précautions pour qu'aucun transfert ne s'effectuât d'un marché sur l'autre dans le seul but de tourner la réglementation existante. A Londres, l'on empêcha les ventes d'or pour le compte de ressortissants français contre des monnaies autres que la livre ou le franc. Enfin, le 4 décembre, un accord monétaire et économique anglo-français stipulait que le cours actuel franc-sterling demeurerait invariable pour

la durée de la guerre et pendant six mois à compter de la conclusion du traité de paix; il prévoyait que chaque pays pourrait faire usage librement de la monnaie de l'autre et s'en procurer en la payant avec sa propre monnaie sans avoir recours à l'or. Les livres détenues par la Banque de France peuvent dorénavant servir à l'achat de matières premières dans l'Empire britannique, et celles dont la France aurait encore besoin viendront en déduction des fonds en francs remis au Royaume-Uni pour les dépenses du Corps expéditionnaire britannique et autres débours effectués dans l'Empire français. En outre, les deux gouvernements convenaient de répartir équitablement entre eux leurs dépenses en or et en dollars et de s'abstenir de contracter des avances ou d'émettre des emprunts à l'étranger sans s'être concertés au préalable. Enfin, chacune des parties contractantes s'interdisait d'imposer de nouvelles restrictions touchant les importations en provenance de l'autre en vue de protéger son propre marché ou pour des motifs d'ordre monétaire.

Le mouvement de rapatriement des capitaux français, qui avait débuté sur une large échelle en novembre 1938, se poursuivit durant 1939 sauf pendant les quelques premiers jours du mois de septembre, c'est-à-dire à l'époque où la guerre éclata. Les autorités monétaires françaises purent donc accroître leurs réserves d'or. Afin d'aider le Fonds de stabilisation à se procurer les francs nécessaires pour acheter l'or qui entraît, deux transferts d'or de cinq milliards de francs chacun furent opérés de ce Fonds à la Banque de France, l'un le 20 avril et l'autre le 28 juillet 1939. En nous appuyant sur les données relatives aux avoirs en or du Fonds de stabilisation, publiées avec un décalage de trois mois à dater de mars 1939 et interrompues après le mois d'août, nous avons

#### Réserves d'or de la France.

A la fin du mois de	Banque de France	Fonds de stabilisa- tion *	Total
	Millions de dollars		
1938 Octobre .	2.435	103	2.538
Novembre	2.435	130	2.565
Décembre	2.435	331	2.766
1939 Janvier .	2.435	381	2.816
Février .	2.435	465	2.900
Mars .	2.435	559	2.994
Avril .	2.574	455	3.029
Mai .	2.574	477	3.051
Juin .	2.574	**	**
Juillet .	2.574	**	**
Août .	2.714	**	**

\* Y compris l'or du fonds des rentes.

\*\* Non publié.

dressé le tableau ci-dessous. Les chiffres y sont fournis en dollars des Etats-Unis car, pendant la période en question, l'or figurait sur les livres de la Banque de France pour une valeur uniforme tandis que le Fonds de stabilisation le portait dans les siens suivant diverses cotations journalières.

Dans un discours prononcé le 13 décembre 1939, le ministre des finances a fait connaître qu'au cours

des dix mois qui avaient précédé la guerre (c'est-à-dire de novembre 1938 à août 1939), les rapatriements de capitaux ont entraîné une augmentation des réserves d'or de 26 milliards de francs. On peut inférer de ce chiffre que les avoirs en or de la Banque de France et du Fonds de stabilisation avaient probablement atteint un montant de l'ordre de 3.300 millions de dollars à la fin d'août, ce qui signifierait que les rentrées d'or en juin, juillet et août ont été en moyenne d'environ 85 millions de dollars par mois. Pendant la crise politique de l'été, comme pendant la tension de mars 1939, le retour des capitaux en France, loin de se ralentir, s'est plutôt accéléré encore.

Peu de temps après l'ouverture des hostilités, ces rentrées ont repris, bien qu'une partie des gains sur les avoirs étrangers ait été neutralisée par un fort accroissement des achats à l'extérieur. Dans son discours du 13 décembre, le ministre des finances indiquait que les transferts d'or et de devises en France s'étaient élevés, depuis le début de la guerre, à 10 milliards de francs. En exécution du décret du 9 septembre 1939 sur la déclaration des avoirs à l'étranger, 24 milliards de capitaux consistant en valeurs et en titres libellés en monnaies étrangères avaient été en outre rapatriés, soit par mise en dépôt dans les banques en France, soit par importation effective, sans donner lieu à des opérations de change.

Dans son même discours, le ministre des finances déclarait aussi que le retour des capitaux était parvenu à son terme. Depuis le 15 janvier 1940, délai-limite assigné pour la déclaration des avoirs à l'étranger, au cas où ceux-ci n'auraient pas été rapatriés, le soutien apporté au franc par les rapatriements volontaires de capitaux a cessé d'être un facteur important.

Le 11 septembre 1939, le Secrétaire de la Trésorerie des Etats-Unis a expliqué que l'accord monétaire établi par la déclaration tripartite faite par la France, le Royaume-Uni et les Etats-Unis en 1936 restait en vigueur; il a déclaré notamment que les nouveaux cours appliqués en France et au Royaume-Uni ne constituaient pas une «dépréciation en vue d'obtenir un avantage de change».

Parmi les monnaies libres n'appartenant pas au bloc sterling, le dollar des Etats-Unis a été exceptionnellement ferme durant toute l'année 1939 et il l'est demeuré en 1940. Il emprunte sa force moins aux postes courants de la balance des paiements — l'excédent de ces postes est tombé de 1.026 millions de dollars en 1938 à 727 millions en 1939 — qu'à un mouvement intense de capitaux vers les Etats-Unis. On trouvera, dans le tableau ci-après, les chiffres mensuels, à partir du début de 1938, des excédents d'exportations de marchandises, des entrées de capitaux déclarés et des excédents de rentrées d'or de l'étranger. Une dernière colonne, intitulée «Soldes», correspond en fait à un amalgame de postes hétérogènes comprenant en partie des postes courants

(par exemple remises des immigrants, dividendes et autres mouvements « invisibles ») et en partie des mouvements de capitaux, c'est-à-dire l'essentiel du poste « Soldes » des estimations relatives à la balance des paiements (voir page 100).

Mouvement des marchandises, des capitaux et de l'or aux Etats-Unis  
en 1938—1939.

Date	Excédents d'exportations	Afflux de capitaux déclarés <sup>1)</sup>	Entrées d'or <sup>2)</sup>	«Soldes»
	Millions de dollars			
Année 1937 .	265	802	1.385	318
1938 Janvier . . .	118	— 43	1	— 74
Février . . .	99	— 83	— 10	— 26
Mars . . .	102	— 77*	52	27
Avril . . .	115	— 1	70	— 44
Mai . . .	109	— 96	— 1	— 14
Juin . . .	87	— 65*	40	18
Juillet . . .	87	— 46	43	2
Août . . .	65	67*	137	5
Septembre . .	79	386	508	43
Octobre . . .	100	219	452	133
Novembre . .	76	37*	170	57
Décembre . .	98	70	178	10
Année 1938 .	1.134	369	1.640	137
1939 Janvier . . .	35	73*	170	62
Février . . .	61	133	175	— 19
Mars . . .	77	149	376	150
Avril . . .	45	345	491	101
Mai . . .	47	91*	178	40
Juin . . .	57	23	136	56
Juillet . . .	61	42*	115	12
Août . . .	75	228	412	109
Septembre . .	107	92	329	130
Octobre . . .	117	— 97*	149	129
Novembre . .	57	17	259	185
Décembre . .	121	17	250	112
Année 1939 .	859	1.114	3.040	1.067

<sup>1)</sup> D'après les relevés hebdomadaires des banques, banquiers, courtiers et négociants des Etats-Unis, répartis sommairement entre les divers mois (les mois de cinq semaines sont marqués d'un astérisque).

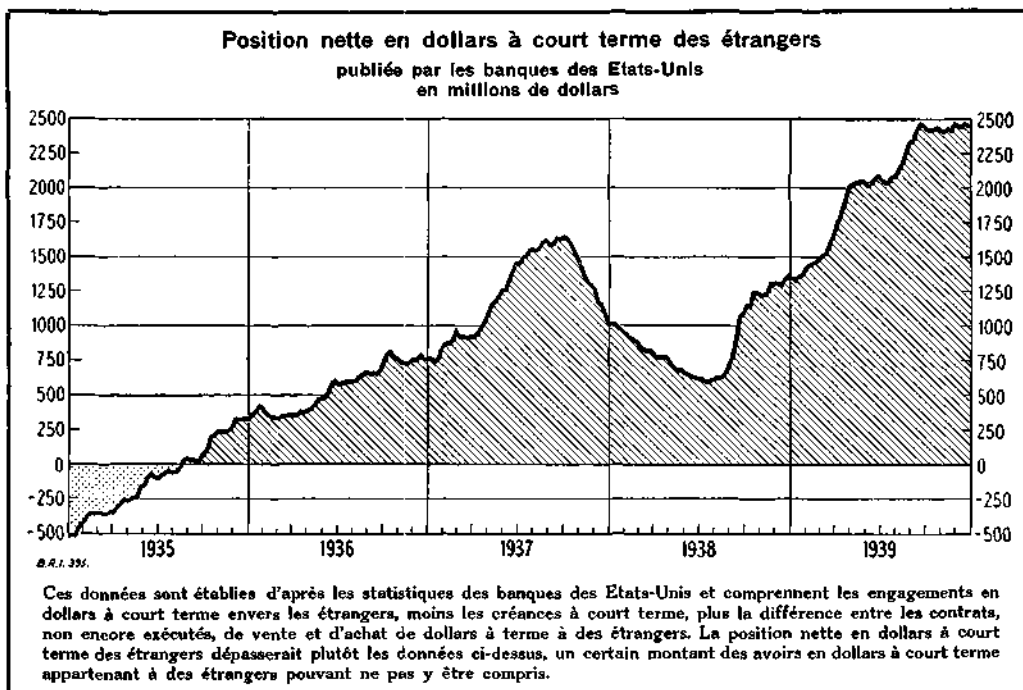
<sup>2)</sup> Cette colonne comprend les gains ou les pertes nets d'or par voie d'importation ou d'exportation d'or ou de changements survenus dans l'or « earmarked » aux Etats-Unis, mais ne tient pas compte des changements relativement peu importants qui ont affecté les avoirs en or détenus à l'étranger par le Fonds de stabilisation. Il faut tenir compte du décalage qui se produit entre l'achat et le paiement de l'or acheté à l'étranger, d'une part, et l'importation de cet or qui intervient généralement plus tard (et même dans un délai indéterminé lorsqu'il s'agit du Fonds de stabilisation); d'autre part, ce décalage introduit un élément de hasard quant à la position, dans le temps, des chiffres relatifs aux « soldes ». Il en va de même, bien entendu, du fait que les exportations et les importations ne sont pas payées, en règle générale, dans le mois où elles sont expédiées ou reçues.

Notons tout d'abord que, durant les sept premiers mois de 1938, les capitaux allaient du marché américain vers l'Europe. Ce mouvement s'explique en grande partie par la dépression qui a régné aux Etats-Unis en 1937/1938 et qui a eu l'effet habituel de chasser les capitaux. Constatons, de plus, que la tension politique internationale n'exerçait pas encore d'influence très marquée sur les courants de capitaux pendant le premier semestre de 1938.

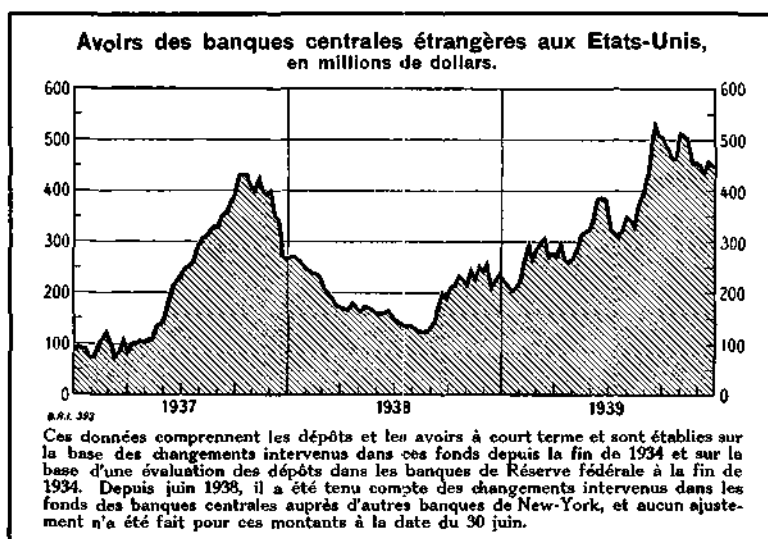
Mais, sur ce point, un grand changement se manifesta durant l'été de 1938, parallèlement à la tension qui a abouti aux accords de Munich et suivi ces accords. Depuis cette époque, les fonds européens n'ont cessé d'affluer aux Etats-Unis, à un rythme accéléré lorsque les affaires politiques prenaient une tournure particulièrement mauvaise, mais sans que jamais ce mouvement se renversât réellement, jusqu'au moment où la guerre éclata en 1939. Depuis août 1938, les rentrées mensuelles nettes d'or aux Etats-Unis ne sont jamais tombées au-dessous de 100 millions de dollars. Au cours du seul mois d'avril 1939, les rentrées d'or atteignirent le chiffre exceptionnel de 491 millions de dollars.

Dans la colonne «Soldes» du tableau précédent figurent les mouvements mensuels de billets de banque en dollars qui ont pris le chemin de l'Europe pour y être thésaurisés. Les envois nets de monnaie américaine en Europe s'élèvent, d'après les indications des grandes banques de New-York, à un total de 100 millions de dollars en 1939, dont 26 millions expédiés en mars et 46 millions en avril; ces expéditions sont les plus fortes qui se soient jamais produites au cours d'un mois. Pendant les quatre mois suivants, les envois mensuels nets furent en moyenne de 2,5 millions de dollars. Ils baissèrent quelque peu au lendemain de l'ouverture des hostilités, mais se relevèrent en décembre à 6,3 millions de dollars; en janvier et février 1940, ils atteignaient en moyenne 5 millions de dollars. Presque tout cet argent s'est dirigé vers les trois refuges monétaires de l'Europe à cette époque: les Pays-Bas, la Suisse et la Belgique.

La partie des «Soldes» de notre tableau qui représente des crédits et des débits de la balance courante des paiements est très probablement restée relativement stable en 1938/1939. Les changements intéressant cette colonne proviennent donc surtout de variations dans les rentrées de capitaux traduisant, en partie peut-être, des évasions du contrôle des changes institué par certains pays, en partie des transactions officielles, mais surtout les arrivées continuelles, aux Etats-Unis, d'avoirs ayant quitté des pays où le contrôle des changes n'existe pas. Comme le montre le tableau de la page précédente, l'afflux des capitaux dont témoigne la colonne «Soldes» se poursuivit à un rythme rapide pendant le dernier trimestre de 1939. En revanche, les arrivées de capitaux déclarés s'arrêtèrent à la fin de septembre. Les fonds détenus par les étrangers aux Etats-Unis diminuèrent alors, principalement parce qu'on s'en était servi pour effectuer des paiements sur le marché américain. Par ailleurs, des titres



étaient vendus par des porteurs privés britanniques et français qui bénéficiaient non seulement de la hausse des bourses américaines, mais aussi de la dépréciation de leur monnaie par rapport au dollar. La réduction sensible accusée par les avoirs des banques centrales à New-York, parvenue à un maximum au milieu de septembre, peut sans doute être attribuée pour une faible part à la liquidation de positions à terme, mais surtout à d'importants versements que les gouvernements durent effectuer en paiement de marchandises importées des Etats-Unis, y compris les avances à des compagnies américaines pour



financer le développement de leur capacité de production d'aéroplanes ainsi que d'autres besoins militaires.

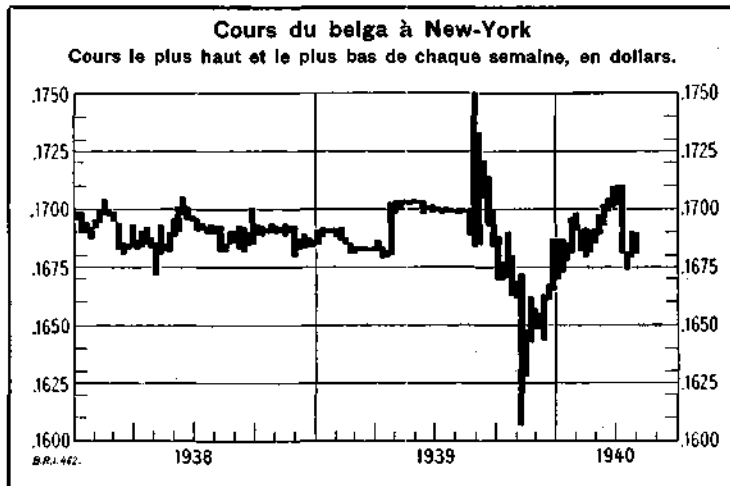
En août 1914, l'ouverture des hostilités en Europe avait complètement disloqué le marché de New-York. Pour

faire face à leurs engagements qui venaient à terme à Londres, les banques s'arrachèrent les livres sterling, ce qui fit monter leur cours à plus de 7 dollars. Cette fois-ci, au contraire, le déclenchement de la guerre ne provoqua aucune tension insolite sur la place de New-York. Au moment où la livre se déprécia, en automne 1939, les banques new-yorkaises organisèrent une commission des changes sous la direction de la Federal Reserve Bank de New-York, afin d'arrêter, de concert, l'action que nécessiteraient les problèmes propres au marché de New-York, au fur et à mesure qu'ils surgiraient.

En Europe, le belga fut soumis, en 1939 comme en 1938, à une forte pression au printemps et à l'automne, mais ces deux attaques furent victorieusement repoussées. Un trait intéressant des événements de Belgique a été, dans les deux cas, un écart grandissant entre les points d'or, supérieur à l'écart normal. Au printemps, la pression commença de se faire sentir vers le milieu de février, lors de la démission du cabinet Spaak et dura jusqu'en avril, époque à laquelle un nouveau gouvernement fut formé après les élections générales. Dans l'intervalle, la Banque nationale subit des pertes d'or et de devises étrangères évaluées à 4.400 millions de francs belges, c'est-à-dire à plus de 20% de ses réserves. La cause principale de cette pression résidait dans la situation politique troublée qu'avaient engendrée les appréhensions ressenties au sujet du déficit budgétaire. A côté de cela, l'extrême tension politique qui régnait en Europe et le désir, émanant de certains milieux belges, de voir le belga détaché de l'or et rattaché au sterling y contribuèrent notablement. Le nouveau ministère, constitué en avril, reçut les pouvoirs nécessaires pour rétablir, par voie de décret, la situation budgétaire et pour demander certaines avances à la Banque nationale, toute intention de dévaluer le belga ayant été formellement démentie par le ministre des finances. L'attaque cessa brusquement et le cours du belga s'améliora du point d'or d'exportation de \$0,1680 au point d'or d'importation d'environ \$0,1703 (la parité étant de \$0,1695). Pendant quelque temps, la Banque nationale refusa d'accorder des autorisations d'importer de l'or à l'arbitrage privé, maintenant, par ce procédé, le cours au-dessus du point d'importation de l'or, afin de pénaliser les spéculateurs. Cependant, à partir du 4 mai, les réserves d'or et de devises de la Banque grossirent rapidement.

La dépréciation de la livre à la fin du mois d'août amena un brusque relèvement du belga qui cota \$0,1750 car, au début de la guerre, les anciens points d'or avaient provisoirement perdu leur signification en raison des difficultés auxquelles se heurtaient les expéditions d'or par la voie maritime. Au 21 septembre, les avoirs en or et en devises de la Banque nationale atteignaient 22.800 millions de francs belges, en augmentation de 5.300 millions sur leur chiffre du 27 avril 1939. Dans la dernière semaine de septembre, la pression sur le belga reprit à la suite des difficultés bancaires d'ordre intérieur, des nouvelles





appréhensions relatives à la situation budgétaire que les dépenses de mobilisation grevaient lourdement et à la suite aussi d'une aggravation de la tension dans les relations extérieures de la Belgique. On laissa le belga descendre bien au-dessous du

point d'or de \$ 0,1680 d'avant la guerre, mais il convient de souligner que le coût du transport de l'or, alourdi par de fortes primes pour l'assurance contre le risque de guerre, s'était brusquement accru et que, d'autre part, les autorités belges étaient obligées de soutenir leur monnaie sur le marché de New-York plutôt que sur celui de Londres. Le 10 novembre, le belga cota \$ 0,1610, ce qui représentait, par rapport à la parité-or, une marge légèrement supérieure à 5 %, mais il bénéficia ensuite d'un soutien qui le porta à un niveau un peu plus élevé. Vers la fin de décembre, les sorties de fonds du marché belge prirent fin et, en janvier, le belga accusa une nette amélioration qu'accompagna un abaissement du taux d'escompte de 2 1/2 à 2 %.

Le florin néerlandais et le franc suisse qui ne sont pas légalement rattachés à l'or, mais qu'on laisse varier dans des limites très étroites par rapport à l'or, ont l'un et l'autre supporté une forte pression au printemps de 1939, comme le montre le tableau ci-après où figurent les chiffres publiés des pertes en or et en devises des banques centrales des Pays-Bas et de Suisse.

Aux Pays-Bas, le Fonds d'égalisation des changes a également perdu de l'or, à en juger par une diminution de 90 millions de florins des avances de la Nederlandsche Bank entre le 20 février et le 27 mars 1939, ce qui porte à croire qu'il y a eu une réduction correspondante dans les avances consenties antérieurement à ce fonds pour ses achats d'or. Au cours de l'année, le florin a été soumis à un certain nombre d'influences de l'extérieur ou de l'intérieur : difficultés politiques liées à la démission du cabinet Colijn au mois de juin et à la longue crise qui s'est étendue jusqu'à la formation d'un nouveau ministère au mois d'août, faillite, au mois d'août encore, de la Banque Mendelssohn d'Amsterdam, rumeurs concernant la possibilité d'une agression contre les Pays-Bas, placement malaisé, au mois de décembre, d'un emprunt d'Etat de 300 millions de florins — tous faits qui, avec d'autres encore, ont réagi défavorablement sur le marché des changes. Le

Variations mensuelles  
des avoirs visibles en or et en devises.

En millions d'unités monétaires nationales	Banque Nationale Suisse	Nederlandsche Bank*)
	francs suisses	florins hollandais
1939 Janvier . .	— 24,9	— 0,4
Février . .	— 72,5	— 30,0
Mars . .	— 166,4	— 121,9*
Avril . .	— 171,2	— 100,4
Mai . .	+ 2,9	0,0
Juin . .	+ 4,6	— 54,4*
Juillet . .	— 6,6	— 26,6*
Août . .	— 27,9	— 0,3
Septembre . .	— 2,5	— 25,0*
Octobre . .	— 18,7	+ 3,5
Novembre . .	— 34,3	— 79,2
Décembre . .	— 28,4	— 15,1*
Année 1939 .	— 546,0	— 449,7

\*) Relevés hebdomadaires, arrêtés le mardi, répartis sommairement entre les divers mois. Les mois marqués d'un astérisque contiennent cinq semaines.

florin a cependant été vigoureusement défendu, jamais on ne l'a laissé descendre au-dessous de 22 % de son ancienne parité-or. En raison des besoins du réarmement et des difficultés qui entravèrent les exportations en automne, le solde passif de la balance commerciale augmenta. Toutefois, grâce à un relèvement de la demande de matières premières, il se produisit, dans l'excédent d'exportations des Indes néerlandaises, un accroissement

dont la métropole retira sa part de profits. Dès les premiers mois de la guerre, les communications et, par conséquent, les envois d'or étaient devenus difficiles entre les Pays-Bas et les Indes néerlandaises, et ces dernières prohibèrent les exportations d'or. Peu de temps après, le florin des Pays-Bas et le florin des Indes néerlandaises furent cotés séparément, celui-là faisant légèrement prime sur celui-ci. Le 27 octobre, les autorités britanniques déclarèrent qu'aux fins de leur réglementation des changes, le florin des Indes néerlandaises constituait une monnaie distincte.

La pression qui s'exerça sur le franc suisse durant les quatre premiers mois de l'année avait pour cause des sorties de fonds du marché suisse, elles-mêmes déterminées par des réalisations de titres suisses auxquelles procédaient des étrangers. Elle entraîna pour la Banque nationale une perte de plus de 400 millions de francs suisses d'or et de devises étrangères. Depuis le mois de mai, le marché a repris son calme et l'on n'a enregistré qu'une demande relativement minime de devises étrangères à la fin d'août et au début de septembre. Vers la fin d'octobre, la Banque nationale dut intervenir de nouveau sur le marché des changes, en raison, surtout, des importations dont l'excédent monta à 304 millions de francs suisses durant le dernier trimestre de 1939, contre 44 millions durant le même trimestre de 1938. Du commencement d'août à fin décembre, l'or et les devises étrangères cédés par la Banque nationale pour couvrir les importations et les transferts de capitaux s'élevèrent, au total, à 112 millions de francs suisses. Ajoutons toutefois que, vers le milieu d'octobre,

la Suisse reçut de la France, à titre de remboursements d'emprunt, une somme d'environ 75 millions de francs suisses.

La Suisse laissa le franc baisser de 31,25 % par rapport à son ancienne parité-or, au lieu de 30 %, niveau fixé par les instructions du Conseil fédéral en date du 27 septembre 1936. Le Président du Conseil d'administration de la Banque Nationale Suisse a exposé, lors de l'Assemblée générale de 1940, que cette légère dépréciation supplémentaire avait été permise afin d'aider les industries exportatrices et de compenser, dans une certaine mesure, la dépréciation de la livre sur le marché libre.

Le reichsmark conserva, durant toute l'année, sa stabilité par rapport à l'or, sauf quelques variations inopinées affectant les cours, sur le marché de New-York par exemple, pendant les dernières semaines qui ont précédé l'ouverture des hostilités au mois de septembre. Depuis la guerre, aucun cours n'a été coté pour le reichsmark ou pour aucune espèce de mark ni à Londres, ni à Paris, ni — en raison des difficultés de communication — à New-York. D'autre part, les cours du registermark qui dépendent à l'étranger des possibilités pour les divers pays d'employer ces fonds, ont fortement baissé pendant l'année. Sur le marché de Londres, par exemple, la dépréciation du registermark par rapport au reichsmark libre est passée de 56 1/3 %, à la fin de 1938, à 67 3/4 % le 30 août 1939. En Suisse, 100 registermarks coûtaient aux mêmes dates 76,25 francs suisses et 56,50 francs suisses, prix qui correspondaient à des dépréciations de 57 et 68 % respectivement. En avril 1940, le cours n'était plus que d'environ 36 francs suisses.

Du 22 septembre au 15 octobre 1939, les florins dantzikoïses étaient échangés contre des reichsmarks au taux de 70 pfennig par florin, contre 42 pfennig, cours coté antérieurement. Dans les territoires de Pologne annexés au Reich, le reichsmark fut mis en circulation au cours de 1 reichsmark pour 2 zlotys. Des exceptions furent faites, toutefois, en ce qui concerne les billets de banque de certains gros montants. D'autre part, les pièces de moins de 0,05 zloty continuèrent à circuler, avec la même valeur que les pfennig. Dans la partie de la Pologne soumise à l'administration du gouverneur général, l'on décida, en définitive, de conserver le zloty comme monnaie et d'instituer une nouvelle banque d'émission qui commença ses opérations en avril 1940. Le clearing entre le gouvernement général et l'Allemagne fonctionne sur la base du cours de 1 reichsmark pour 2 zlotys.

Au mois de septembre 1939, la lire fut dévaluée d'environ 4 % par rapport au dollar, probablement pour contre-balancer partiellement les effets de la dépréciation de la livre et du franc français. Le 1<sup>er</sup> décembre, l'Institut national des changes prit une mesure importante destinée à atténuer quelque peu les conséquences des restrictions de change en vigueur en Italie: les banques agréées par l'Institut furent autorisées à vendre et à acheter des devises étrangères à

terme à des cours établis pour chaque opération d'après les cotations à terme des monnaies en question sur les marchés internationaux. Cette autorisation s'étend aux opérations sur devises étrangères qui sont la contre-partie de transactions commerciales dont le règlement se fait hors-clearing; elle est limitée aux devises libres ou à celles qui ont été récemment soumises à un contrôle partiel, comme la livre sterling et le franc français. Les monnaies ainsi cotées en application de cette mesure sont le dollar, le franc suisse, le florin, le belga, la couronne suédoise, la livre sterling et le franc français. On estime que ces nouvelles facilités, qui reviennent en fait à une extension de la garantie de change, limitée jusqu'alors à certaines monnaies, porteront sur un peu plus d'un tiers de la valeur du commerce extérieur de l'Italie en 1938.

Dans les pays danubiens et balkaniques, la situation des changes est compliquée, d'ordinaire, par la multiplicité des cours cotés, les cours de change spéciaux prévus par les accords de clearing et par le fait que les exportateurs et autres personnes recevant des fonds étrangers doivent céder une partie de leurs devises à l'office de contrôle de l'Etat, à des cours officiellement fixés, tandis qu'ils peuvent vendre le reste aux taux libres du marché ou avec de fortes primes parfois cotées aussi par les établissements officiels. Le taux de change obtenu en définitive par l'intéressé représente donc généralement une moyenne entre les cours auxquels ont été changées les différentes fractions des devises réalisées par lui.

En Roumanie, la réglementation des changes a subi nombre de modifications au cours de l'année. En octobre 1939, le contrôle des changes est passé de la Banque nationale à un Office du commerce extérieur nouvellement créé au ministère des affaires économiques. A la même époque, les exportateurs furent invités à remettre à la Banque nationale, pour le compte de l'Office, une partie des devises étrangères de toute nature acquises par eux qui ne dépassait pas 30% (contre 100% antérieurement). Il leur était permis de vendre le reste en bourse par l'entremise de banques agréées et dans la quinzaine. Sur la part cédée à la Banque nationale, ils percevaient la prime réglementaire de 38% et, sur le reste, une prime variable qui était, en moyenne, de 90%. Ce changement aboutit, au total, à aggraver la dépréciation du leu par rapport aux monnaies des pays avec lesquels la Roumanie n'avait pas d'accord de clearing ou de paiement.

Au cours de négociations en vue de la conclusion d'un traité de commerce germano-roumain en décembre, le cours de clearing fut porté de 40,50 à 49 lei pour les achats (50 pour les ventes). Une exception était faite pour le produit des ventes de pétrole, de céréales et de bois, auquel la Banque nationale devait appliquer les conditions de conversion suivantes: la moitié à 40,50 lei et

la moitié à 49 lei, soit un taux moyen de 44,75 lei. Vers le milieu de mars, la Roumanie négocia un nouvel accord de clearing avec l'Italie. Un certain nombre de nouveaux cours de change remplaçaient l'ancien qui était de 7,17 lei par lire; celui-ci restait néanmoins en vigueur pour toutes les transactions d'exportations et d'importations conclues avant le 25 mars. Les paiements de l'Etat roumain ne bénéficiaient pas de cette mesure, mais devaient être faits par voie de clearing au cours de 8,25 lei; ce dernier s'appliquait également à la moitié de la valeur des exportations de pétrole roumain en Italie. A partir du 25 mars, le cours de 9,50, qui était en vigueur pour le paiement des exportations italiennes ordinaires en Roumanie, devait être appliqué à toutes les autres exportations roumaines. Certaines exportations spéciales de l'Italie, telles que les fils de soie et de lin, etc., devaient être payées en devises librement convertibles.

Les cours des monnaies libres subirent, à la fin de 1939, d'autres changements qui, toutefois, ne restèrent en vigueur que pendant deux mois environ. La Roumanie adopta, à partir du 2 mars 1940, un régime entièrement nouveau de contrôle des changes qui supprimait les ventes libres de monnaies convertibles et éliminait complètement les opérations de compensation. De son côté, la Banque nationale relevait les taux de change des pays avec lesquels la Roumanie n'avait pas d'accords de clearing, de 50% par rapport à ses cotations antérieures, y compris la prime de 38%, ce qui comportait une nouvelle et légère dépréciation par rapport aux cours pratiqués par la bourse avant l'interruption de ses cotations.

En Yougoslavie, une commission spéciale des changes, composée de représentants de la Banque nationale et des ministres des finances, du commerce et de l'industrie et des affaires étrangères, dotée d'un organe exécutif (appelé la Direction des devises), fut instituée le 1<sup>er</sup> juillet 1939 pour prendre en main les opérations de change encore exécutées en fait par la Banque nationale. Cette commission abolit l'obligation de céder à la Banque nationale, au cours officiel, le quart des devises étrangères convertibles reçues en paiement d'exportations. A la fin du mois d'août, le dinar fut détaché de la livre et lié au dollar selon le cours de 55 dinars pour un dollar.

Il n'a pas été spécifié, dans l'accord commercial germano-yougoslave, de taux de conversion fixe entre le reichsmark et le dinar, le cours réel restant soumis aux fluctuations du marché. En janvier 1939, le cours du reichsmark était tombé de 14,30/14,70 dinars à 13,80 dinars, mais une commission germano-yougoslave qui participait à des négociations commerciales fixa ce cours à 14,50 dinars à partir du 20 juin 1939. D'après l'accord qui fut conclu, le taux ainsi arrêté ne devait pas varier de plus de 0,20 dinar. Au début de la guerre, un nouveau compte fut ouvert dans le clearing germano-yougoslave et

les soldes créditeurs de la Yougoslavie s'étant réduits, le dinar se déprécia par rapport au reichsmark dont le cours monta à 14,80.

L'accord des paiements franco-yougoslave du 30 décembre 1939 stipule que les sommes payées pour les importations françaises en provenance de la Yougoslavie seront versées au crédit de différents comptes dans des proportions déterminées, et que la contre-valeur en dinars de la quote-part versée au crédit de la dette publique sera payée aux exportateurs yougoslaves à des cours de change variables. Les cours ainsi fixés par les représentants des obligataires français, après consultation du bureau des exportations yougoslave, ont été publiés par le ministère des finances de France de la façon suivante (en dinars par 100 francs): pour le chanvre, les bois communs et la cellulose, 129; pour les chevaux de boucherie, les moutons et viandes de mouton, les cuirs et peaux, 130; pour les œufs, la volaille, les pruneaux et la confiture de prunes, 133,33; pour le bétail, les viandes de bœuf, les porcs, viandes de porc et produits du porc, 140; pour tous les autres produits, 125. Le taux officiel sur le marché libre est de 101 dinars pour 100 francs.

En Hongrie, la réglementation et les restrictions concernant les changes furent aggravées par une loi, votée au mois d'août, qui conférait à la Banque nationale des pouvoirs accrus pour défendre la monnaie. Quand la livre baissa, la Banque nationale majora la prime qu'elle payait sur les devises libres (franc suisse, franc français, livre sterling, dollar, etc.) afin de neutraliser les effets de la dépréciation des monnaies du bloc sterling sur le commerce hongrois. La majoration ne s'appliquait pas aux monnaies des pays avec lesquels la Hongrie avait conclu des accords de clearing et dont le reichsmark est de loin la plus importante au point de vue commercial. A la suite de diverses négociations, les autorités hongroises décidèrent de rétablir les taux de prime en vigueur avant le mois d'août, au lieu d'introduire des corrections correspondantes dans les cours du pengö utilisé dans les clearings. Toutefois, elles permirent de vendre avec une prime majorée une partie des devises libres procurées par les exportations, afin que celles-ci demeuraient aussi rémunératrices et que le pays pût ainsi se procurer les devises libres nécessaires pour ses achats de matières premières indispensables et pour d'autres fins.

En Bulgarie, la difficulté d'obtenir des devises librement convertibles incita la Banque Nationale à majorer l'ancienne prime de 35% sur les cours officiels. C'était implicitement reconnaître que le leva s'était déprécié. En outre, 75% du produit des exportations devaient être cédés à la Banque nationale.

Parmi les autres pays d'Europe à monnaie contrôlée, la Lithuanie — qui avait déjà, en janvier 1939, renforcé son contrôle des changes et, en septembre, adopté des restrictions d'importation — vit surgir un nouveau problème monétaire lorsque Wilna lui fut attribuée le 28 octobre. D'après la parité légale en vigueur

avant septembre, le litas valait approximativement 0,80 zloty, mais l'augmentation du chiffre de la circulation des zlotys pendant le mois de septembre rendit inopportune l'application de ce taux. L'on essaya diverses mesures. A la fin, l'on se servit de taux qui variaient avec le motif pour lequel les zlotys étaient convertis en litas. Aux créances bancaires, hypothèques, contrats de fonctionnaires, etc., on appliqua le taux de 1 litas = 1 zloty. Les salaires, le prix du pain et d'autres denrées essentielles, de même que les billets de banque lorsqu'il s'agissait de montants limités, furent convertis au taux de 1 litas = 2 zlotys, tandis qu'au delà des limites prescrites, les dépôts en banque et les autres créances non garanties étaient convertis à raison de 1 litas = 2,50 zlotys.

C'est un contrôle des changes rigoureux qui a été institué en Espagne. Le cours de la peseta fut fixé, sur le marché officiel, à 9 pesetas pour 1 dollar et à  $42\frac{1}{4}$  pour une livre, sauf en ce qui concerne les dons charitables et envois destinés aux familles des expéditeurs, qui sont convertis à un taux de faveur (majoration de 25% en monnaie espagnole). A fin août 1939, le change sur le dollar fut porté à 9,9, taux qui impliquait une dépréciation de 10% de la peseta et un cours de 40,15 pour la livre sterling. Au mois de novembre, un décret du ministère des affaires économiques prescrivit que les avoirs en monnaies étrangères fussent vendus à l'étranger et le produit de leur vente cédé à l'Office des changes, des taux spéciaux ayant été prévus pour les remises charitables. En décembre, l'Office des changes fut détaché de la Banque d'Espagne et devint l'Institut espagnol des changes, au capital de 20 millions de pesetas, rattaché au ministère du commerce et de l'industrie et nanti du monopole de l'achat et de la vente des devises étrangères.

Monnaies d'Extrême-Orient. La dépréciation d'environ 14% par rapport à l'or dont s'accompagna, au mois de septembre 1939, le transfert du yen japonais d'une base sterling à une base dollar s'appliqua indirectement aux diverses monnaies reliées au yen, c'est-à-dire au yuan du Mandchoukouo et au yuan de Tientsin. Ce dernier subit par rapport au dollar de Tchoung-King, qui se dépréciait, d'amples fluctuations qui allèrent d'une moins-value de 30%, en mars 1939, à une prime en automne de la même année, pour revenir finalement, en décembre 1939, à une moins-value. En outre, le 16 mai 1939, la Banque Commerciale de Huah-Hsing ouvrit ses guichets à Changhaï en vertu des statuts que lui avait conférés le gouvernement «réformé» de Nankin, et les billets de cette banque ont pouvoir libératoire pour les paiements dans le ressort du gouvernement de Nankin. On avait créé cette monnaie pour faciliter le financement des exportations et des importations; elle devait être rattachée au pair au dollar de Tchoung-King, mais, plusieurs mois après son introduction, on la stabilisa au cours de 6 pence pour la soustraire aux fluctuations de la monnaie nationale.

La circulation des billets, en Extrême-Orient, s'est développée comme le montre le tableau ci-après:

Circulation des billets de banque en Extrême-Orient.

En millions de yen ou de yuan	1934	1935	1936	1937	1938	1939
Banque du Japon . . . . .	1.627	1.727	1.866	2.305	2.755	3.818
Banque de Corée . . . . .	192	221	211	280	322	451
Banque de Taïwan . . . . .	63	70	79	112	140	173
Banque Centrale du Mandchoukouo .	168	179	254	307	426	670
Banque de Réserve fédérale de Chine	—	—	—	—	140	380
Banque de Mongolie Intérieure . .	—	—	—	—	35	60
Banque Commerciale de Huah-Hsing	—	—	—	—	—	5 <sup>2)</sup>
Les 4 principales banques chinoises	396	668	1.242	1.639	1.727 <sup>1)</sup>	2.627 <sup>1)</sup>

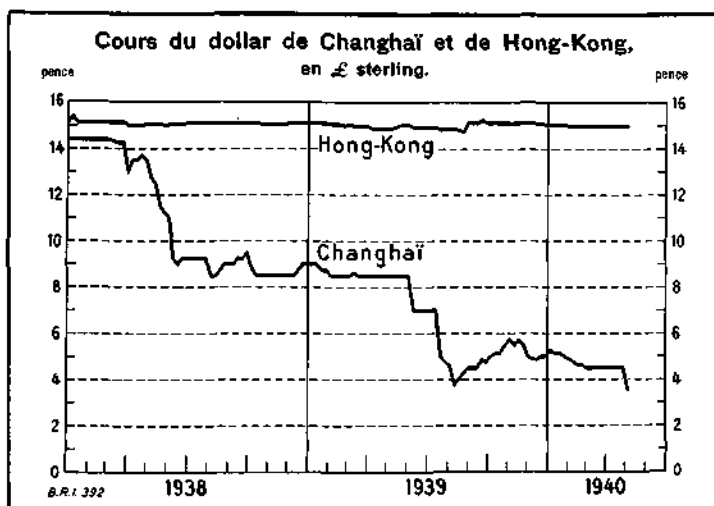
1) Fin juin.

2) Fin janvier 1940.

Au Japon, les importations ont continué d'être étroitement contrôlées et, en 1939, on a expédié à San-Francisco l'important montant d'or de 165,6 millions de dollars (dollars des Etats-Unis) pour soutenir le cours du yen. Dans la partie du territoire de Tientsin soumise à l'administration japonaise, des restrictions de change ont été édictées le 11 mars 1939 et renforcées le 17 juillet. Ces mesures avaient pour but d'assurer la conversion, au taux officiel plutôt qu'au cours du marché, du produit des exportations en yuan de la Banque de Réserve fédérale de la Chine du Nord.

Le «dollar de Changhaï» (ou yuan du gouvernement national de Tchoung-King) se déprécia rapidement en 1939, malgré la création d'un Fonds de stabilisation, au mois de mars, à l'aide d'avoirs provenant de sources britanniques et chinoises. Le 7 juin 1939, ce Fonds interrompit son action de soutien pour conserver ses ressources; celles-ci, en effet, avaient été entamées, mais non épuisées, sans doute, par des ventes de devises étrangères dues à d'importantes importations chinoises, à un mouvement de fonds vers Hong-Kong et au rachat de billets en yuan dans les territoires administrés par le Japon. A la fin de juin, le gouvernement national prit une série de mesures supplémentaires pour arrêter les importations d'articles de luxe, restreindre les retraits d'avoirs placés en yuan et diriger le produit des exportations vers les caisses officielles. Malgré tout, un nouvel effondrement des cours se produisit vers le milieu de juillet. Le yuan, qui avait été maintenu à 8d. de juin 1938 à mai 1939, tomba à 6d. en juin 1939 et à 3<sup>1</sup>/<sub>4</sub>d. en août. Lorsque la guerre éclata en Europe, la demande de marchandises chinoises s'accrut, de nouveaux ports furent ouverts au trafic dans le territoire demeuré sous contrôle chinois et les capitaux reflurent de Hong-Kong. Le yuan remonta pendant une partie du mois de novembre à 5<sup>1</sup>/<sub>4</sub>d. pour s'affaiblir de nouveau par la suite. En mars





1940, le yuan fut soutenu de façon indirecte par un prêt de 20 millions de dollars consenti par l'Export-Import Bank des Etats-Unis. Le yuan se maintint pendant quelques mois à  $4\frac{1}{8}$ , puis fléchit de nouveau au début de mai; tout soutien officiel lui fut alors retiré, et il tomba à  $3\frac{1}{8}$  d.

Le dollar de Hong-Kong qui est soutenu par des ressources en sterling considérables et qui avait suivi la livre, à l'automne de 1939, n'était pas compris, néanmoins, dans la zone libre du bloc sterling. Les autorités locales de Hong-Kong ont cependant, dès les premiers jours de septembre, restreint les transactions en devises autres que la livre. A Ceylan, la «Currency Ordinance» de mai 1939 a créé une roupie de Ceylan distincte de la roupie indienne, mais de même valeur. Enfin, dans le Proche-Orient, le rial de l'Iran a été officiellement dévalué de 40 % par rapport au rial-or, le 21 décembre 1939.

Monnaies de l'Amérique latine. Ces monnaies ont subi, pendant les sept premiers mois de l'année, l'influence du marasme qui pesait sur le commerce des matières premières depuis l'automne de 1937 et, pendant les derniers mois, celle de la guerre d'Europe. Dans un certain nombre de cas — au Mexique et à Cuba surtout — les fluctuations des monnaies ont correspondu à des circonstances spéciales. Toutefois, en général, la balance des paiements des pays de l'Amérique du Sud producteurs de matières premières s'améliorait quelque peu du fait de la guerre, tandis que celle des pays de l'Amérique centrale en était défavorablement affectée.

Le peso mexicain, qui s'était déprécié en 1938 de 28 %, fut maintenu, de juillet 1938 à juin 1939, à un cours d'environ 5 pesos pour 1 dollar des Etats-Unis, grâce à des restrictions d'importation. A la fin de juin 1939, le sénat des Etats-Unis adopta une proposition visant à retirer à la Trésorerie le droit d'acheter de l'argent métal étranger. Au cours des débats qui se déroulèrent à ce sujet, la Trésorerie, craignant que l'argent métal étranger ne lui fût offert en quantités croissantes, abaissa le 27 juin son prix d'achat de 43 à 40 cents l'once, puis le lendemain à  $38\frac{1}{2}$  cents et, enfin, le surlendemain à 38 cents.

La Banque du Mexique eut immédiatement à faire face à de fortes demandes de devises étrangères. (On se rappellera que les exportations d'argent du Mexique sont, en moyenne, de 80 millions d'onces par an et constituent un poste important de la balance commerciale de ce pays). La Banque du Mexique s'étant abstenue d'intervenir sur le marché des changes le matin du 27 juin, le dollar s'éleva rapidement à 5,70. Bien que le Congrès ait maintenu le droit de la Trésorerie des Etats-Unis d'acheter de l'argent métal étranger, le prix d'achat de cette matière fut successivement ramené à 36,75 cents et à 35 cents l'once, chiffre auquel il est resté depuis le 10 juillet. A la fin du mois de juillet, le dollar était coté 6 pesos.

La guerre d'Europe améliora les perspectives d'exportation du pétrole, du cuivre et des autres minéraux mexicains, ce qui entraîna un relèvement du peso. En octobre et en novembre, le cours moyen de cette monnaie s'établit à 4,86, c'est-à-dire à un cours plus haut qu'à aucun autre moment depuis le printemps de 1938. En outre, au mois de novembre, le gouvernement mexicain abolit la taxe de 4 % qui frappait, depuis 1936, les exportations de capitaux. Les espoirs fondés sur le développement des exportations n'ayant pas été réalisés, une réaction se produisit en décembre, qui eut pour effet de ramener le cours à 6 pesos par dollar, taux auquel la Banque du Mexique s'attacha, dès lors, à maintenir la monnaie mexicaine.

A Cuba, l'argent métal joua de même un rôle important dans les affaires monétaires. Le peso cubain, qui circule à côté du dollar des Etats-Unis comme monnaie légale, subit une forte dépréciation en 1939. Depuis quelque temps, le gouvernement achetait de l'argent, le monnayait et mettait en circulation les pièces ou les certificats d'argent en réalisant un bénéfice de 11 à 12 millions de dollars par émission de 20 millions de dollars. Il en résulta un gonflement de la circulation de l'argent qui, joint à une mauvaise tenue des exportations, fit perdre au peso 4 % de sa valeur par rapport au dollar en mars et près de 6 % à la fin de mai. Afin de se procurer les dollars des Etats-Unis nécessaires pour le service de sa dette, le gouvernement cubain créa un fonds de stabilisation au mois de juin et les exportateurs de sucre et de jus de canne (pour raffinage aux Etats-Unis) durent céder 20 %, puis 30 % de la valeur d'exportation de leurs envois. Lorsque, à la fin de juin, le Président demanda au Congrès l'autorisation de procéder à la frappe de 15 millions de pesos de plus, la moins-value de cette monnaie s'accrut à 16 %. L'ouverture des hostilités — qui détermina, aux Etats-Unis, une forte demande de sucre aux fins de stockage et, par voie de conséquence, une augmentation du prix du sucre brut à New-York qui passa de \$0,0290 la livre (anglaise) à fin août à \$0,0367 $\frac{1}{2}$  à fin septembre — raffermir le peso dont la moins-value, sur le marché libre de New-York, se réduisit à moins de 9 %. Cette moins-value remonta à 13 % au mois de novembre, par suite de la baisse du prix

du sucre, pour redescendre à 8% après que le mois de janvier eut ramené la saison du broyage des cannes.

Le Brésil applique toujours le régime des changes mis en vigueur en avril 1939 qui fixe un taux officiel de 16,5 milreis pour le dollar; en outre, des cours multiples sont cotés sur le marché, mais ils sont maintenus entre les limites de 19 et 22 milreis. Des taux de conversion spéciaux continuent à être appliqués pour les touristes, les transferts de dividendes, etc. Ces dernières années, le Brésil a introduit une certaine diversité dans la nature de ses productions et il se trouve probablement mieux à même qu'en 1914—1918 de surmonter les difficultés inhérentes à une période de guerre en Europe. En vertu d'un accord conclu en 1937, le gouvernement brésilien commença d'acheter de l'or à la Trésorerie des Etats-Unis; il en acquit pour 6 millions de dollars en deux transactions d'un montant égal effectuées à l'automne de 1939. Grâce à un crédit de 2,3 millions de dollars consenti par l'Export-Import Bank, le Brésil acheta aux Etats-Unis un certain nombre de bateaux marchands. Un autre crédit, garanti par l'Export-Import Bank, permit de liquider des arriérés de change, s'élevant à 19,2 millions de dollars, dus à des exportateurs américains. En raison de ce redressement de la situation des changes et d'une amélioration simultanée de sa balance commerciale, le gouvernement brésilien offrit de reprendre le service partiel de sa dette extérieure, à dater du 1<sup>er</sup> avril 1940, selon une nouvelle version du plan Aranha de 1934, qui avait été suspendu en novembre 1937, et de libérer d'autres comptes en milreis bloqués qui constituaient des placements directs, effectués au Brésil par des capitalistes étrangers.

Le sol péruvien continua à se déprécier durant la plus grande partie de 1939, comme au cours de l'année précédente, et le cours de change contrôlé atteignit une moyenne de 5,76 pour le dollar en décembre 1939, contre une moyenne tout juste inférieure à 4 en 1937. Une brusque reprise, au milieu de janvier 1940, ramena presque le cours à 5, mais le sol s'alourdit de nouveau à 5<sup>3</sup>/<sub>4</sub> en mars 1940.

L'Equateur put abolir ses restrictions d'importations le 1<sup>er</sup> janvier 1940, à la suite de ventes considérables de cacao et de café et de l'amélioration des cours du sucre pendant les cinq mois précédents, cours qui étaient toujours restés faibles depuis leur fléchissement en 1937.

En Bolivie, la monnaie se déprécia parallèlement au sterling à l'automne de 1939, mais en septembre son cours officiel fut rattaché au dollar. La balance des paiements du pays fut d'ailleurs favorablement influencée par la hausse des prix de l'étain et par l'augmentation de recettes correspondantes. Le boliviano, fait qui mérite d'être noté, s'améliora sur le marché libre, ouvert en août

1939, d'un cours moyen de 52 en septembre au cours de 40 bolivianos pour 1 dollar en janvier 1940.

Comme nous l'avons déjà indiqué, les autres monnaies sud-américaines n'ont que peu varié durant l'année, bien que le peso argentin et le peso uruguayen aient quitté la livre pour se rattacher au dollar. Les prix d'un certain nombre de produits de l'Amérique du Sud se sont améliorés en cours d'année, en raison, principalement, de la reprise des affaires aux Etats-Unis. La guerre européenne eut bien pour effet d'augmenter la demande de certains produits (viande, peaux, sucre, laine, pétrole et étain), mais, d'autre part, elle mit fin aux ventes à l'Allemagne qui, en 1938, avaient représenté 10% du commerce d'exportation de l'Amérique du Sud. De plus, l'augmentation du coût des transports, jointe à d'autres difficultés, fit monter le prix de nombreux articles d'importation. Quoique les faits aient, comme il fallait s'y attendre, démenti certaines espérances excessives fondées sur une hausse des prix et un accroissement du volume des exportations, la situation, au total, n'est pas défavorable. Le Brésil et la Colombie ont repris, sur une échelle limitée, le service de leurs dettes extérieures. Au Chili et en Uruguay, une amélioration positive est intervenue dans la situation des changes et un terme a été mis, en ce qui concerne les monnaies de la Bolivie, de l'Equateur et du Pérou, à une baisse qui n'avait guère cessé de s'accroître depuis fin 1937.

En Amérique centrale, l'influence exercée par la guerre fut défavorable en ce sens que le prix des articles importés monta et que des débouchés européens devinrent inaccessibles à certains produits d'exportation hautement spécialisés alors qu'on ne pouvait que médiocrement compter sur un accroissement des ventes aux Etats-Unis. L'Amérique centrale espère qu'une déviation du mouvement touristique provenant des Etats-Unis lui vaudra certaines recettes supplémentaires. Si les monnaies de la plupart des pays de cette région ont réussi à maintenir leurs cours de change, il n'en a pas été de même pour le cordoba dont le cours a baissé au Nicaragua, sur le marché libre, de 5,13 pour un dollar, moyenne de janvier 1939, à 6 une année plus tard.

Depuis 1931, les imprévisibles déplacements d'une importante masse de fonds très instables ont constitué pour le marché des changes l'une de ses plus grandes difficultés. A cet égard, une modification décisive est intervenue à l'automne de 1939. Des restrictions de change ont rendu plus malaisés les déplacements de fonds; en outre, les capitaux étrangers détenus sur les divers marchés européens se trouvaient considérablement réduits par les sorties massives des dernières années.

En revanche, l'emploi des devises pour régler les achats de marchandises indispensables faits à l'étranger a pris une importance nouvelle et les placements

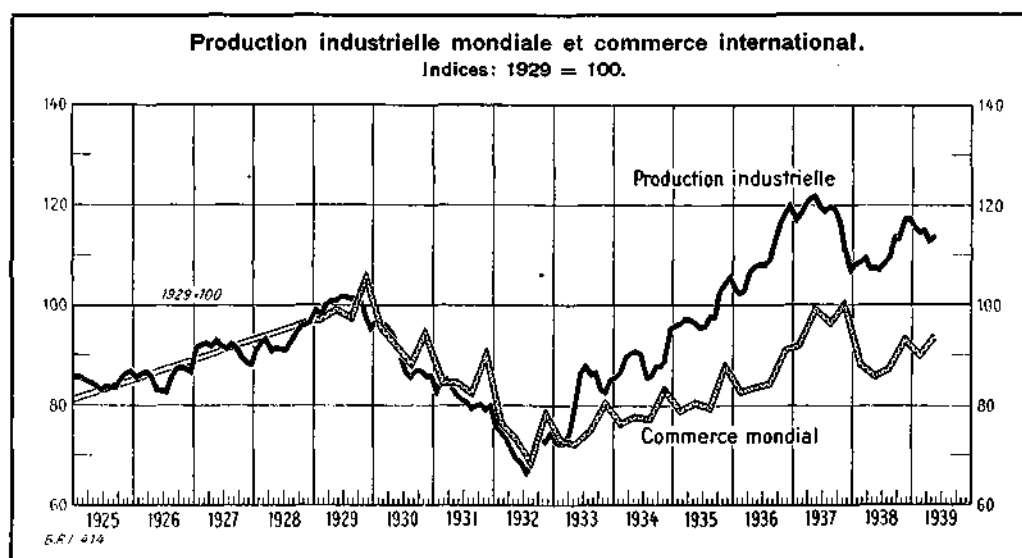
à long terme sont mobilisés pour fournir les disponibilités nécessaires à des fins commerciales. Les mouvements d'or et de capitaux serreront de plus près les mouvements de marchandises et de services; ils exerceront ainsi une plus grande influence sur la répartition du pouvoir d'achat actif et, partant, sur les relations des coûts de production et des prix. Pour l'instant, les marchés des changes sont largement dominés par des cours contrôlés qui ont de grandes chances de rester en vigueur pendant toute la guerre. Les ajustements auxquels il faudra procéder quand la paix sera revenue devront tenir compte de la transformation profonde qu'auront subie, l'une par rapport à l'autre, la structure des coûts de production et celle des prix, et qui, sous l'effet d'influences tant intérieures qu'étrangères, commence déjà à se faire sentir dans les différents pays.

## 2. COMMERCE EXTÉRIEUR.

Le commerce extérieur, dont l'amélioration avait été continue depuis qu'il avait touché le fond de la dépression en 1932 jusqu'au boom de 1937, a marqué une régression en 1938, année pendant laquelle le volume des marchandises échangées a fléchi d'environ 8 %. Il n'existe pas de statistiques complètes pour 1939, plusieurs pays ayant suspendu à l'automne la publication de leurs relevés, mais les données dont nous disposons pour les huit premiers mois de l'année montrent un certain progrès dans le volume par rapport aux mois correspondants de l'année précédente. Ce progrès a pris une certaine importance pendant le printemps et l'été de 1939, sous l'influence de l'amélioration des affaires aux Etats-Unis (qui s'est exprimée par de plus fortes importations) et des achats plus considérables auxquels les gouvernements d'Europe ont eu recours pour la constitution de stocks de réserve. Après l'ouverture des hostilités, en septembre, diverses mesures de guerre, telles que blocus, retards dans des ports, modifications d'itinéraires, etc., ont dans une large mesure interrompu les relations commerciales et, bien que le mouvement des marchandises se soit même intensifié dans certaines directions, il en est résulté une diminution du volume global. Pendant la guerre de 1914—1918, le volume du commerce international a diminué dans la même proportion que la production mondiale, ainsi qu'on peut s'en rendre compte sur le graphique de la page 6, et il se peut que nous assistions de nouveau à une contraction semblable.

Il existe en général un rapport très étroit entre l'indice de la production mondiale et celui du commerce international — indices qui se calculent évidemment sur la base de séries de données totalement indépendantes. En fait, de 1850 à 1929, le commerce mondial s'est accru (de même qu'il a diminué pendant

la période de guerre 1914—1918) à peu près au même rythme que la production industrielle mondiale; d'après les deux indices, la diminution a également suivi la même cadence de 1929 à 1932. Il convient de rapprocher le graphique de la page 6, que nous venons de mentionner, du graphique suivant pour les années depuis 1929:



A partir de 1932, la production industrielle mondiale a repris à une allure plus rapide que le commerce international, c'est-à-dire que l'activité intérieure des diverses économies a fait des progrès plus grands que le mouvement d'échange des marchandises entre elles. Si le commerce extérieur n'a pas réussi à marcher de pair avec la production intérieure, cela tient sans aucun doute surtout au renforcement des mesures de protection, aux tendances autarciques, aux difficultés monétaires dont les transactions internationales ont spécialement à souffrir, enfin à la cessation virtuelle des opérations de prêts internationaux. Mais l'habileté naturellement plus grande avec laquelle nombre de pays réussissent à satisfaire dans une plus large mesure leurs propres besoins sur leur production intérieure n'est peut-être pas absolument étrangère à cet échec. Il est toutefois improbable que ces tendances, à supposer même que la guerre actuelle les intensifie, parviennent à réduire effectivement à la longue le commerce mondial. Le volume du commerce international en 1938/39 — malgré le recul par rapport au boom de l'année précédente — est resté de 15 % environ supérieur à celui de 1913, et tout donne à croire que le commerce international continuera de se développer partout où il y aura augmentation de la production et du bien-être général.

L'extrait suivant d'un tableau paru dans la «Revue du commerce mondial en 1938», publiée par la Section d'Information de la Société des Nations, illustre le rapport étroit qui existe entre la production intérieure et le commerce international :

Distribution du commerce international.  
Pourcentages — En valeur

Groupes continentaux	Importations		Exportations		Total	
	1929	1938	1929	1938	1929	1938
Europe (y compris l'U.R.S.S.)	55,5	57,3	48,8	47,0	52,4	52,3
Amérique du Nord . . .	16,1	10,9	19,5	17,7	17,7	14,2
Amérique latine . . . .	7,7	7,6	9,6	9,4	8,6	8,4
Afrique . . . . .	4,8	6,3	4,5	6,6	4,6	6,5
Asie (sans l'U.R.S.S.) . .	13,2	14,8	14,9	15,8	14,0	15,3
Océanie . . . . .	2,7	3,1	2,7	3,5	2,7	3,3
Total . . .	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

Le changement le plus important intervenu dans les importations mondiales a été la diminution de la part de l'Amérique du Nord, qui est revenue de 16,1% en 1929 à 13,9% en 1937 et à 10,9% en 1938. La diminution de la dernière année a été due surtout au fléchissement de l'activité industrielle aux Etats-Unis et à la réduction des importations américaines qui en est résultée, en particulier des importations de matières premières. La part de l'Europe dans le total du commerce international a été en 1938 la même qu'en 1929, mais, alors que les importations européennes ont augmenté, les exportations ont diminué. Le recul en 1938 a été moins marqué en Europe que dans les autres continents, toutefois, dans les premiers mois de 1939, les importations européennes ont légèrement fléchi, une diminution plus forte ayant cependant été constatée dans les pays de l'Amérique latine. Ces pays, qui avaient bénéficié des prix élevés payés pour les matières premières pendant le boom de 1937 et qui avaient sensiblement augmenté leurs importations sur la base de leur plus grand pouvoir d'achat, se sont trouvés obligés, lorsque les prix des matières premières ont baissé, de s'imposer une contraction sévère de leurs importations afin de protéger la position de leur monnaie. Pendant les six premiers mois de 1939, la valeur en dollars du total de leurs importations était de 14% inférieure à celle des mois correspondants de l'année précédente. Le tableau montre en outre les accroissements remarquables survenus dans les parts de l'Afrique (en conséquence de la production d'or plus rémunératrice au Transvaal), de l'Asie (qui n'est pas la moindre en Extrême-Orient, malgré l'état de guerre en Chine) et de l'Océanie.

Le développement du commerce allemand au cours de ces dernières années a revêtu, pour la plupart des pays du continent européen, une importance exceptionnelle. En 1938, pour la première fois depuis 1934, l'Allemagne a eu un excédent d'importations de 192,4 millions de reichsmarks, qui a eu pour effet d'accroître sa dette envers les autres pays. La Reichsbank allemande expose, dans son dernier Rapport annuel, qu'un excédent d'exportations a de nouveau été obtenu en 1939. Même après l'ouverture des hostilités, l'Allemagne a augmenté ses exportations vers les pays avec lesquels elle a maintenu des relations commerciales, et la dette de l'Allemagne en comptes de clearing a été considérablement réduite au cours des derniers mois de 1939. Son commerce avec les pays de l'Europe sud-orientale a plus que doublé de 1929 à 1938, atteignant cette dernière année environ 10 % du commerce extérieur de l'Allemagne. L'Allemagne est devenue, pour les pays danubiens et balkaniques, le champ principal de leurs importations et de leurs exportations (en particulier depuis l'incorporation de la Tchécoslovaquie).

Parmi leurs importations, celles qui étaient en provenance de l'Allemagne ont varié entre un minimum de 30 %, à destination de la Grèce, et un maximum de 65 %, à destination de la Bulgarie. En ce qui concerne les exportations, la Bulgarie en a envoyé à l'Allemagne 68 %, c'est-à-dire le pourcentage le plus élevé des pays en question; dans le même temps, la Roumanie, pays qui envoie à l'Allemagne la part la plus petite de ses exportations, lui en a encore vendu 32 %. Ces dernières années, l'Allemagne a également tenu une place importante dans les importations danubiennes de matières premières non européennes, qui arrivèrent en grande partie via Hambourg et d'autres ports allemands, d'où elles furent ensuite transportées par fleuves, par canaux ou par chemins de fer vers les pays balkaniques. Bien que, pour ces matières premières, ces pays aient dû payer les prix mondiaux en monnaies «libres», ils ont pu payer toutes leurs autres dépenses, telles que frais de port, frais de transport par voie ferrée ou par canaux, ou commissions, par l'intermédiaire du clearing allemand. Comme l'importation des matières premières via Hambourg et les autres ports allemands a été suspendue, depuis l'ouverture des hostilités, ces pays doivent s'approvisionner de matières premières étrangères par d'autres voies; d'où une augmentation de leurs dépenses nettes en monnaies «libres». La nécessité de se procurer des monnaies «libres» en quantité suffisante pour payer les matières premières a, à maints égards, affecté la politique commerciale et monétaire des pays danubiens et balkaniques et les a obligés à chercher d'autres intermédiaires, à s'adresser à l'Italie, par exemple. Il est intéressant de constater que la fraction du commerce extérieur total des pays de ce groupe transportée par bateaux, y compris le trajet via Danube, n'est pas inférieure à 80 %.



Pays danubiens et balkaniques — Commerce extérieur.  
Excédent (+) ou déficit (—)

Millions d'unités des monnaies nationales		Bulgarie	Grèce	Yougo- slavie	Hongrie	Rou- manie	Turquie
		leva	drachmes	dinars	pengős	lei	£ T.
1938	Janvier-Mars . . . . .	+ 467	- 815	- 138	+ 38	- 349	- 1
	Avril-Juin . . . . .	- 236	- 2.644	- 120	+ 14	+ 101	- 19
	Juillet-Septembre . .	- 371	- 1.959	- 37	+ 43	+ 988	- 13
	Octobre-Décembre . .	+ 783	+ 806	+ 367	+ 10	+ 2.026	+ 28
1939	Janvier-Mars . . . . .	- 230	- 719	- 175	+ 20	- 352	- 0
	Avril-Juin . . . . .	- 363	- 2.122	+ 61	+ 18	+ 539	- 10
	Juillet-Septembre . .	+ 74	- 1.401	+ 140	+ 34	+ 810	- 4
	Octobre-Décembre . .	+ 1.387	+ 1.168	+ 738	+ 43	+ 2.921	+ 24
1940	Janvier-Mars . . . . .	+ 169	- 201	+ 435	.	+ 2.293	+ 21

L'excédent des importations de l'Italie a également diminué de 1938 à 1939. Le total des importations est tombé de 10,9 à 10 milliards de lire, tandis que le total des exportations est monté de 8 milliards à 8,5 milliards de lire. En 1939, les exportations ont constitué 84,4 % des importations, pourcentage le plus élevé atteint depuis le début du siècle, à la seule exception de 1931. Le fléchissement des importations est dû, en partie, à une contraction du volume, mais aussi à une baisse des prix d'un grand nombre de matières premières importées. Le chiffre des exportations est plus élevé par suite des ventes plus considérables de produits finis et de quelques produits semi-finis, qui représentent ensemble les trois cinquièmes du total des exportations. Les changements amenés par la politique économique actuelle se traduisent dans une réduction des importations de machines et de denrées alimentaires, tandis qu'en même temps les exportations de machines et de produits chimiques ont augmenté.

Pour la France, seuls sont disponibles, en ce qui concerne la balance commerciale, les renseignements portant sur les sept premiers mois de l'année; pendant cette période, l'excédent des importations s'est élevé à 5.627 millions de francs français alors qu'il avait été de 7.977 millions pour les mois correspondants de 1938. La valeur des importations a augmenté de 6 % (en conséquence de la dépréciation du franc), mais leur volume a diminué de 12 %: une moins grande quantité de matières premières a été importée à cause surtout de la production plus forte des mines françaises. D'autre part, la valeur des exportations a augmenté de 28 % et leur volume de 5 %. Les échanges de marchandises entre la métropole et les colonies ont marqué une avance très nette, tant

en valeur qu'en volume: les importations françaises provenant des colonies ont augmenté de plus d'un milliard de francs français et les exportations à destination des colonies de 1.430 millions de francs français.

L'excédent des importations du Royaume-Uni, d'autre part, n'a augmenté que de 14 millions de livres sterling de 1938 à 1939, malgré la brusque diminution des exportations pendant les quatre mois de la guerre cette dernière année.

Commerce extérieur du Royaume-Uni en 1938 et 1939.

Millions de livres sterling	Janvier à Août			Septembre à Décembre			Année totale		
	1938	1939	Diffé- rence	1938	1939	Diffé- rence	1938	1939	Diffé- rence
Importations retenues . .	571	567	— 4	287	273	— 14	858	840	— 18
Exportations .	307	314	+ 7	164	125	— 39	471	439	— 32
Excédent d'importations	264	253	— 11	123	148	+ 25	387	401	+ 14

La diminution des importations pendant l'année provient d'une réduction des chiffres relatifs aux denrées alimentaires, aux boissons et au tabac — due à une baisse des prix — tandis que celle des exportations, concentrée sur la période qui a suivi l'ouverture des hostilités, s'est produite en majeure partie à la rubrique des objets manufacturés. Les achats réellement faits à l'étranger pendant les quatre derniers mois de l'année ont été beaucoup plus considérables que les chiffres des importations ne le laissent supposer. Dans le cas des avions, par exemple, des commandes ont été placées et partiellement payées avant que le processus de production n'ait été achevé et longtemps avant que la commande n'ait pu être livrée. Les vastes achats de matières premières et de denrées alimentaires provenant d'outre-mer, en particulier de l'Empire, ont été payés et les marchandises entreposées dans les pays exportateurs, dans un grand nombre de cas, en attendant que des navires disposent du tonnage nécessaire pour leur transport au Royaume-Uni.

Pendant les quatre premiers mois de 1940, l'excédent des importations s'est élevé à 237 millions de livres sterling contre 116 millions en 1939. La valeur des exportations a augmenté de 9%, mais celle des importations de 45%.

Parmi les autres pays européens, le Danemark, la Norvège, les Pays-Bas, la Suède et la Suisse accusent tous des excédents d'importations plus élevés en 1939 qu'en 1938, du fait principalement que leurs importations ont été plus élevées pendant le dernier trimestre de l'année.

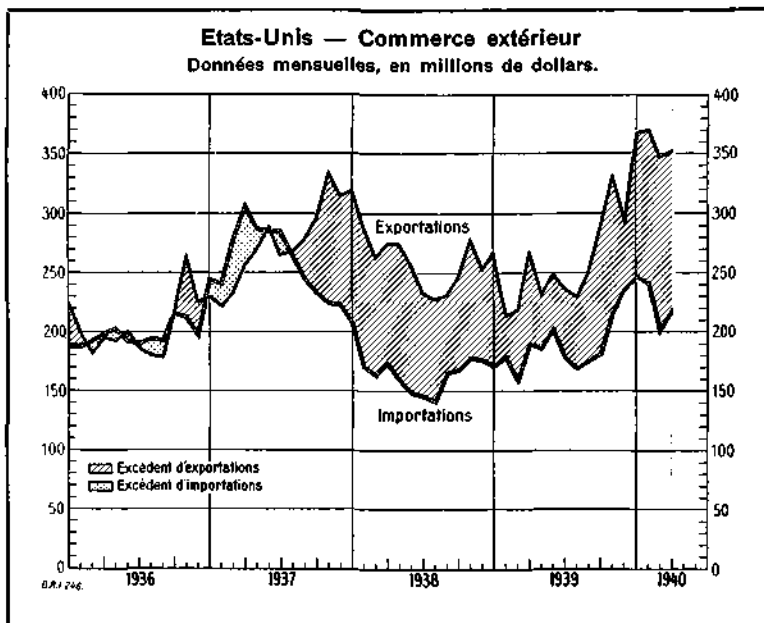
Pays divers — Commerce extérieur — Excédent (+) Déficit (—).

Millions d'unités des monnaies nationales	Belgique	Dane- mark	Pays- Bas	Norvège	Suède	Suisse
	Frs. belges	Cour. danoises	Florins	Cour. nor- végiennes	Cour. suédoises	Frs. suisses
1938 Janvier-Mars . . .	- 581	- 69	- 103	- 94	- 68	- 94
Avril-Juin . . .	- 638	+ 29	- 99	- 133	- 27	- 69
Juillet-Septembre . .	- 468	- 9	- 83	- 106	- 53	- 84
Octobre-Décembre . .	+ 214	- 41	- 90	- 69	- 90	- 44
1939 Janvier-Mars . . .	- 468	- 35	- 92	- 106	- 116	- 68
Avril-Juin . . .	+ 390	- 15	- 112	- 133	- 115	- 123
Juillet-Septembre . .	+ 1.118	- 21	- 113	- 109	- 124	- 111
Octobre-Décembre . .	+ 1.024	- 96	- 233	- 205	- 256	- 304
1940 Janvier-Mars . . .	+ 1.726	+ 2	- 191	- 176	- 151	- 283

Une partie de l'augmentation de valeur représente une augmentation du volume des marchandises importées destinées à être ajoutées aux stocks; une autre partie considérable représente une hausse des prix des marchandises importées, en particulier quand elles ont été livrées dans le pays destinataire. La Belgique, d'autre part, a transformé un excédent d'importation de 1.399 millions de francs belges en 1938, en un excédent d'exportation de 1.952 millions de francs belges en 1939. La plus grande partie de cette amélioration a été due à une diminution des importations qui ont été réduites de 3.238 millions de francs belges, de 1938 à 1939, tandis que les exportations se sont largement maintenues, grâce, en grande partie, à une demande accrue de fer, d'acier et de charbon de la part des pays belligérants et à une demande maintenue de la part des pays neutres que les belligérants n'étaient plus en mesure de ravitailler.

Les pays qui étaient neutres pendant l'hiver de 1939/40 durent, pour maintenir une aussi grande partie que possible de leur commerce extérieur, recourir à la conclusion d'accords commerciaux avec les belligérants des deux côtés de la barricade. Le réseau de ces accords a toutefois tendu à donner des résultats unilatéraux: on a tout naturellement attaché une attention toute spéciale aux matières essentielles pour la conduite de la guerre — fer, acier et pétrole — et aux denrées alimentaires de base, tandis que les articles de consommation privée, spécialement les articles de luxe, ont dû passer au second plan. Dans certains cas, de nouveaux accords de clearing furent conclus entre des belligérants et des pays situés hors d'Europe, par exemple entre le Royaume-Uni et l'Argentine; en outre, des arrangements ad hoc ont été conclus avec les gouvernements de quelques pays extra-européens pour la fourniture de matériels de guerre spéciaux, etc.

Le commerce extérieur des Etats-Unis qui, pendant tout le printemps et l'été de 1939, est resté à un niveau relativement bas, a brusquement augmenté en conséquence de la guerre; les exportations ont augmenté à un rythme rapide et les importations ont également progressé par contre-coup du relèvement de l'activité industrielle intérieure.



Les exportations de produits américains se sont maintenues à un niveau relativement élevé pendant toute l'année 1937 (malgré l'arrêt du boom à l'automne de cette année) et le premier semestre de 1938. Grâce à d'abondantes récoltes pendant les années qui ont suivi la sécheresse de 1936,

les exportations de produits agricoles ont augmenté; les demandes venant d'Europe ont pratiquement continué d'affluer à la même cadence, et celles des pays producteurs de matières premières ont été considérables, le pouvoir d'achat de ces pays s'étant accru en raison des quantités plus importantes de produits de base qu'ils ont vendues à des prix élevés pendant le boom de 1936/37. Depuis qu'un grand nombre de ces pays ont pris des mesures, dans le courant de 1938, pour réduire leurs importations et empêcher ainsi leur balance commerciale de devenir par trop déficitaire, le ralentissement des exportations américaines a commencé et, pendant les cinq premiers mois de 1939, les chiffres des exportations ont constamment diminué de valeur par rapport à ceux de la période correspondante de l'année précédente.

L'augmentation des exportations qui a suivi l'ouverture des hostilités en a porté le niveau vers la fin de 1939 et le début de 1940 au maximum enregistré depuis dix ans. L'accroissement le plus prononcé a été celui des exportations de coton, de métaux et de produits manufacturés, plus particulièrement d'aéroplanes, de camions automobiles et de machines-outils, de pétrole et de ses dérivés et de produits de l'industrie chimique. Les exportations de produits agricoles autres que le coton ont subi des vicissitudes, les exportations de tabac et de fruits ont particulièrement souffert.

Les importations aux Etats-Unis ont atteint le chiffre élevé de 300 millions de dollars en mars 1937. L'écroulement subit du boom de 1936/37 (dû pour une large part à un développement rapide des inventaires) fit tomber considérablement les demandes américaines de matières premières venant d'outre-mer et, en juillet 1938, les importations n'atteignaient plus que 140 millions de dollars. A mesure que l'activité économique a repris aux Etats-Unis au cours du second semestre de 1938, les importations ont graduellement augmenté et atteint 190 millions de dollars en mars 1939; mais elles se maintinrent à peine à ce niveau les mois suivants. Comme les produits américains furent de plus en plus demandés après l'ouverture des hostilités, tant par les Etats-Unis que par l'étranger, et que la production industrielle fut portée à un niveau record en décembre 1939, les importations augmentèrent également, bien qu'à une allure un peu moins rapide. Au début de l'année suivante, l'arrêt subit des accumulations de stocks, toutefois, et la diminution brusque qui en est résultée dans la production industrielle ont eu pour contre-partie une certaine réduction des importations, qui se maintinrent néanmoins au-dessus de 200 millions de dollars. Pour les importations d'étain, de laine et de caoutchouc notamment, l'excédent, en mars 1940, par rapport au mois correspondant de l'année précédente, n'a pas été inférieur à 97, 94 et 48 % respectivement.

Etats-Unis — Balance du commerce extérieur.

Excédent (+) ou Déficit (—)	1937	1938	1939	1940
	Millions de dollars			
Janvier-Mars . . .	— 113	+ 319	+ 173	+ 410
Avril-Juin . . .	— 34	+ 311	+ 149	.
Juillet-Septembre .	+ 97	+ 231	+ 242	.
Octobre-Décembre	+ 315	+ 274	+ 295	.
Année entière .	+ 265	+ 1.134	+ 858	.

Le tableau ci-contre donne en chiffres nets les effets sur la balance commerciale des Etats-Unis des divers changements survenus dans les importations et les exportations.

Des exportations exceptionnellement élevées et le maintien des

importations à un niveau modéré ont contribué à porter l'excédent des exportations pour la période janvier-mars 1940 au chiffre le plus considérable enregistré pour n'importe quel premier trimestre depuis 1921.

La distribution géographique du commerce d'exportation des Etats-Unis s'est légèrement modifiée en faveur de l'hémisphère occidental pendant 1939, en particulier après l'ouverture des hostilités, bien que, cette année, 64 % des exportations américaines, contre 66 % l'année précédente, aient continué de traverser l'Atlantique et le Pacifique. L'augmentation constatée dans le commerce d'exportation après le mois de septembre n'a pas affecté le commerce direct avec le Royaume-Uni et la France (malgré les importants achats d'aéroplanes, de métaux et d'autres approvisionnements de guerre faits par ces pays);

elle a été due presque entièrement à des envois plus importants aux pays neutres d'Europe et aux pays situés hors d'Europe. Les achats de marchandises américaines faits par les pays scandinaves n'ont pas augmenté de moins de 67 % par rapport à 1938; les achats du Canada ont augmenté approximativement de 43 % et, pour l'Amérique latine, le gain a été de 42 %. Les envois directs à l'Allemagne, déjà fortement réduits pendant les dernières années, sont tombés à des quantités négligeables.

Les efforts faits en vue d'améliorer le commerce des Etats-Unis avec l'Amérique latine ont pris la forme de prêts consentis par la Banque des Exportations et des Importations, d'un projet de banque interaméricaine et d'un programme d'accords commerciaux élaboré par le gouvernement et dont l'exécution a été poursuivie. Cette dernière a toutefois subi un arrêt quand les négociations en vue de la conclusion d'accords commerciaux avec l'Argentine et l'Uruguay furent interrompues à la suite d'un désaccord au sujet de changements que les Etats-Unis envisageaient d'apporter à la réglementation des importations de viande de bœuf.

Les exportations canadiennes ont, depuis le printemps de 1939, dépassé le niveau de l'année précédente et ont, en outre, été stimulées à partir de septembre par d'importantes commandes de guerre et par une augmentation des ventes de bois et de pâte de bois, lorsque la Scandinavie dut fortement réduire les envois de ces produits. En décembre 1939, les exportations de marchandises canadiennes ont atteint leur niveau le plus élevé depuis le mois de novembre 1936 et le chiffre de décembre le plus élevé depuis 1929. Les importations ont rapidement réagi devant l'accroissement des revenus au Canada et devant le relèvement des prix mondiaux, mais l'excédent des exportations a été maintenu ou a même légèrement augmenté.

Le commerce de l'Amérique latine a également subi les répercussions de la guerre. Comme les divers pays de l'Amérique Centrale et de l'Amérique du Sud produisent à peu de chose près les mêmes articles, les échanges entre eux sont presque nuls et leur commerce extérieur consiste dans l'échange de matières premières contre des produits finis que leur envoient les pays d'outre-mer les plus industrialisés. Bien que la plupart des pays de l'Amérique latine aient dans une certaine mesure développé leur industrie depuis 1914—1918, ils dépendent encore essentiellement de leur commerce avec les pays d'outre-mer auxquels ils doivent vendre l'excédent de leurs produits bruts et acheter les articles manufacturés dont ils ont besoin.

L'effet immédiat de la guerre a été pour eux, d'une part, la perte de leur important commerce avec l'Allemagne et, d'autre part, une augmentation de leurs exportations de matières premières industrielles et de leurs denrées alimentaires de base à destination des autres pays. Les répercussions n'ont pas été

les mêmes néanmoins pour tous les pays de cet hémisphère. Le commerce d'exportation de la plupart des républiques de l'Amérique latine est prospère ou périlite suivant que le seul produit ou les quelques produits qui constituent le principal des ventes de chacun de ces pays à l'étranger sont très demandés ou non et que les prix en sont élevés ou faibles. Après les premières semaines de septembre, l'augmentation de la demande ne s'est pas étendue aux catégories principales de denrées alimentaires — café, fruits des tropiques et sucre; en conséquence, plusieurs de ces pays, notamment ceux de l'Amérique Centrale, ont souffert de la hausse des prix de leurs importations sans bénéficier d'une amélioration durable de leurs exportations.

L'Argentine, pays de ce continent dont les exportations sont les plus variées, a vu ses ventes de viande, de laine et de blé augmenter fortement à la suite de la guerre. Dès le printemps de 1939, moment où les récoltes purent être vendues, l'excédent d'importation de 1938 a fait place à un excédent d'exportation; mais, contrairement à la tendance saisonnière habituelle, les quatre derniers mois de l'année ont laissé un excédent d'exportation considérable, un tiers du total de l'année qui est de 428 millions de pesos et, en janvier, les exportations se sont maintenues à un niveau élevé, bien que n'atteignant pas encore le niveau record de 1937. Le Brésil a compensé l'inactivité sur le marché du café par un accroissement de ses ventes de coton. Le Pérou, la Bolivie et le Venezuela ont facilement écoulé leur étain, leurs autres métaux non-ferreux et leur pétrole. Le Chili a perdu le marché allemand pour son cuivre et a été également affecté par la politique de la France et de l'Angleterre qui tendent à acheter de préférence dans les limites de leur Empire, mais il a pu, dans une certaine mesure, compenser cette perte par une extension de ses ventes de nitrates. La Colombie, la République de Haïti, le Nicaragua et Cuba ont vu leur balance commerciale se renverser en raison de la perte pour eux du marché allemand, de l'inélasticité des demandes de leurs produits dans d'autres pays et des restrictions aux importations de «luxes» introduites dans les pays désireux de conserver leurs devises étrangères.

En ce qui concerne leur commerce d'importation, les pays de l'Amérique latine ont souffert du manque de navires pour le trafic transocéanique, bien qu'il y ait eu abondance relative de tonnage pour les envois à destination ou en provenance de l'Amérique du Nord. La perte subie du fait que l'Allemagne a cessé de leur fournir des produits finis a été compensée tout d'abord par des achats plus considérables aux Etats-Unis, mais le manque de dollars les a amenés de plus en plus à maintenir ou à développer leurs importations en provenance du Royaume-Uni, de l'Italie et du Japon. C'est ainsi, par exemple, que l'Argentine a conclu un accord de clearing avec le Royaume-Uni et un accord commercial avec le Japon.

En Extrême-Orient, le commerce extérieur du Japon a bénéficié dans une certaine mesure d'une augmentation des demandes résultant de la guerre, mais à un moindre degré qu'en 1914—1918. Une des raisons de cette différence consiste dans la diminution de l'excédent des marchandises disponibles pour la consommation étrangère. L'excédent d'exportation pour tout le Japon (y compris la Corée et Formose) s'est élevé de 58 millions de yen en 1938 à 802 millions de yen en 1939, mais l'amélioration de la balance commerciale avec les pays dont la monnaie n'est pas rattachée au yen (c'est-à-dire autres que le Mandchoukouo et la Chine du Nord) ne s'est montée qu'à 190 millions de yen, ainsi qu'il ressort du tableau suivant:

Balance du commerce extérieur.  
Japon et ses possessions.

Excédent d'exportations (+) ou d'importations (-)	1937	1938	1939
	Millions de yen		
Groupe yen . . . . .	+ 326	+ 598	+ 1.152
Pays non rattachés au yen	- 963	- 540	- 350
Total	- 637	+ 58	+ 802

Vers le Mandchoukouo, le Japon a exporté surtout des articles destinés à l'investissement de capitaux et, vers la Chine, des articles de consommation (textiles et autres). En septembre, le Japon a essayé

de réduire ses exportations à destination des pays dont la monnaie est rattachée au yen pour la raison qu'ils ne lui fournissent pas de devises étrangères, mais les restrictions qu'il a imposées n'ont pas produit tout l'effet qu'il en attendait. En ce qui concerne son commerce avec les pays dont la monnaie n'est pas rattachée au yen, le déficit avec les Etats-Unis a été réduit de 130 millions de yen, l'augmentation des importations étant plus qu'annulée par une augmentation de 250 millions de yen du montant des exportations, en raison surtout des prix plus élevés de la soie brute. Ses exportations à destination de l'Amérique latine, de l'Inde britannique et des Indes orientales néerlandaises ont également augmenté, tandis que ses ventes à l'Europe ont diminué.

Le commerce extérieur de la Chine a sensiblement augmenté en 1939, bien que les importations aient plus augmenté que les exportations. Le Service de Statistique de l'Inspecteur Général des Douanes donne les chiffres du commerce en dollars-standard et en unités-or:

Chine — Commerce extérieur.

Année	Exportations	Importations	Solde	Exportations	Importations
	Millions de dollars-standard			Millions d'unités-or	
1937	838,8	956,2	- 117,4	369,0	420,6
1938	763,7	895,2	- 131,5	331,7	389,5
1939	1.030,4	1.343,0	- 312,6	409,0	542,6



Les modifications qui ont été apportées au cours des dernières années en Chine, dans le domaine monétaire, rendent difficile de se faire une idée exacte du développement du commerce de ce pays, mais il semble établi que l'on peut enregistrer un accroissement, de 1938 à 1939, du volume tant des importations que des exportations.

Le commerce extérieur de l'Australie et de la Nouvelle-Zélande a été également affecté par la guerre, mais les réactions ont varié dans les deux pays, en raison d'une différence dans les conditions locales. Les exportations australiennes de marchandises (autres que l'or nouvellement extrait) ont rapidement dépassé les chiffres de l'année précédente, à partir des relevés du mois d'octobre. Les ventes de matières premières et de denrées alimentaires, principalement à la Grande-Bretagne, expliquent la plus grande partie de l'augmentation du volume des marchandises exportées. Au surplus, des ventes substantielles ont été effectuées dont le paiement a été fait sous forme de placements à Londres pour compte de l'Australie, mais les marchandises en question ne figurent pas dans les chiffres des exportations, attendu qu'elles ont été entreposées en Australie en attendant d'être expédiées.

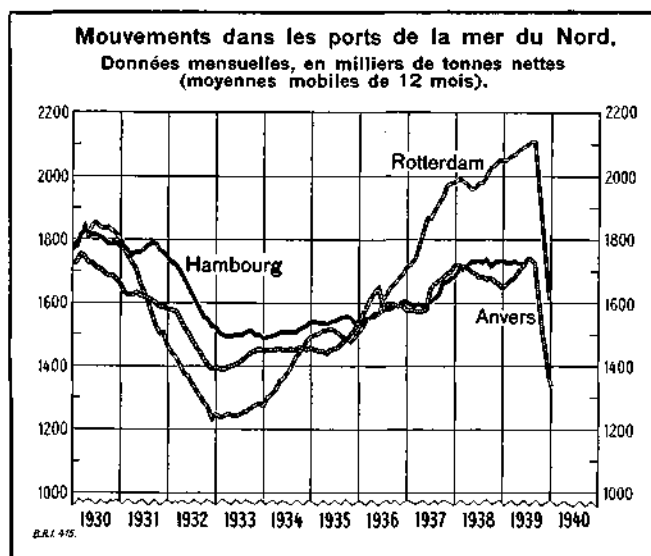
Le gouvernement britannique a également acheté à la Nouvelle-Zélande des marchandises qu'il a payées avant leur livraison par versement au compte de la Nouvelle-Zélande à Londres du montant des achats, mais les exportations enregistrées n'ont pas pris une grande extension pendant le dernier trimestre de l'année. Le volume total des exportations en 1939, comme en 1938 (compte tenu des ajustements pour modifications des prix), a été inférieur à la moyenne des cinq années 1933—1937; cette diminution est due à un accroissement des dépenses intérieures pour travaux publics et au développement des industries locales, qui ont détourné du commerce d'exportation la main-d'œuvre et les matériaux.

En ce qui concerne les importations, la guerre a eu pour premier effet de rendre les livraisons plus difficiles et, en Australie, les chiffres des trois mois septembre-novembre 1939 ont été inférieurs aux chiffres de l'année précédente. En janvier 1940, il y eut toutefois une hausse rapide des importations australiennes qui n'a pas dépassé de moins de 40 % le chiffre de janvier 1939. En Nouvelle-Zélande, les importations se sont également heurtées à des difficultés, après l'ouverture des hostilités et, dans ce pays, le contrôle des importations, qui avait été introduit à l'automne de 1938, a été rendu plus strict. L'évolution est illustrée par les chiffres figurant sur la page suivante. La réduction des chiffres des importations a en général affecté les marchandises auxquelles les fabriques locales font concurrence (par exemple, l'industrie de la confection, la quincaillerie et la coutellerie) et, en outre, les véhicules automobiles et l'équipement nécessaire aux travaux publics.

# Nouvelle-Zélande — Importations

Périodes	1938	1939	Différence
	Millions de livres néo-zélandaises		
Premier semestre .	27,1	28,2	+ 1,1
Juillet-Septembre .	14,5	11,9	- 2,6
Octobre-Décembre .	13,8	9,3	- 4,5
Total . .	55,4	49,4	- 6,0

la balance des paiements de la Nouvelle-Zélande, y compris les intérêts des dettes publiques et privées, etc. En 1938, l'excédent réel des exportations a été de 3 millions de livres néo-zélandaises et, en 1939, de 8,6 millions. Ce dernier montant est encore au-dessous de la vérité, la situation commerciale après l'ouverture des hostilités a été beaucoup plus favorable et le montant des fonds déposés outre-mer par les banques de Nouvelle-Zélande a presque doublé de septembre 1939 à mars 1940.



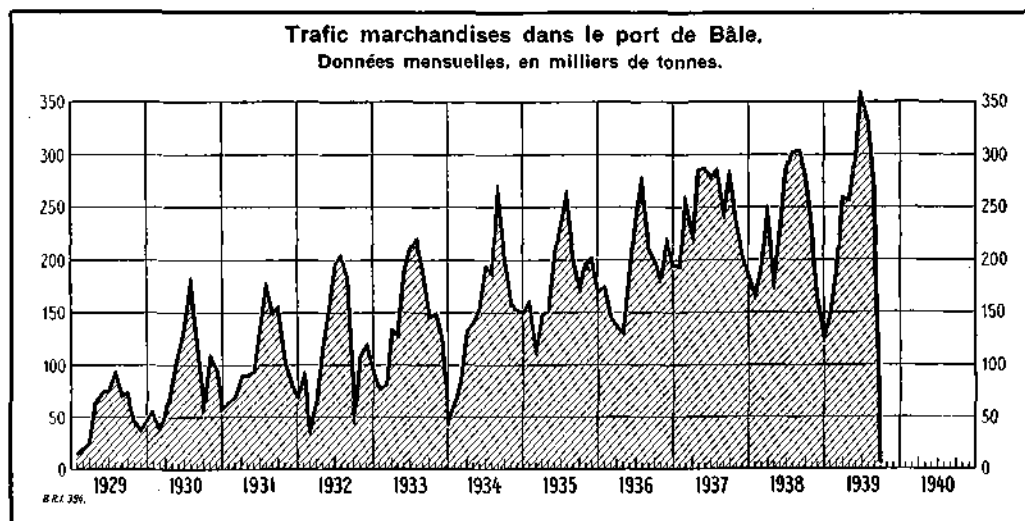
qui ont gagné en importance, tandis que le volume du trafic via Hambourg, Rotterdam et Anvers est tombé verticalement pendant les quatre derniers mois de 1939.

Le trafic par le port de Bâle, qui depuis 1929 a été développé pour servir de principale voie d'importation aux marchandises lourdes à destination de la Suisse, en est un exemple encore plus frappant.

Au début de septembre 1939, toute l'activité du port de Bâle a brusquement cessé et les négociants suisses ont fait d'autres arrangements pour l'importation du pétrole, du charbon, du fer, de l'acier, du caoutchouc, etc., par

On a officiellement estimé à environ 12 millions de livres néo-zélandaises l'excédent des exportations qui sont nécessaires pendant une année normale pour couvrir les postes invisibles de la

Les achats anticipés que le Royaume-Uni a faits en Australie et en Nouvelle-Zélande sont des exemples des mesures exceptionnelles prises après l'ouverture des hostilités qui rompent avec la pratique normale du commerce international. Les changements les plus évidents sont peut-être les changements des routes du commerce dont ont bénéficié certains ports, tels que Gênes et Bordeaux



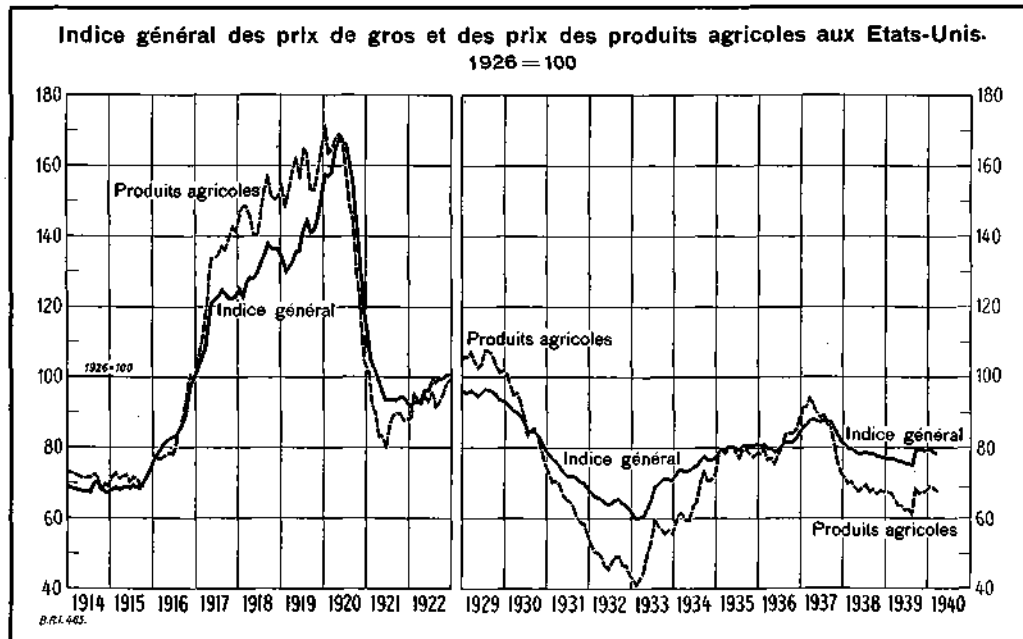
voie de terre. La tendance générale à la suite de la guerre a été d'accroître l'importance du trafic par voie ferrée; elle s'est traduite par une augmentation des bénéfices réalisés par divers réseaux ferroviaires. Il en résulte, toutefois, que les frais de transport entrent pour une plus grande part dans la valeur des articles finis, et c'est en fin de compte le consommateur, particulier ou collectivité publique, qui doit payer les charges supplémentaires. Mais le consommateur attache en général une plus grande importance à la possibilité pour lui de se procurer les marchandises en période de crise qu'au prix qu'il est obligé de payer pour les avoir.

### 3. MOUVEMENTS DES PRIX.

Dans le domaine des prix, rien ne faisait pressentir la guerre. Depuis l'effondrement du boom éphémère de 1936/1937, les prix des marchandises en général et ceux des matières premières en particulier avaient eu, dans l'ensemble, tendance à fléchir et cette tendance avait prévalu jusqu'en août 1939. Il est possible qu'en Europe le flot montant des dépenses d'armements, les acquisitions croissantes de stocks de réserve par l'Etat et le rythme soutenu des investissements privés aient été des facteurs de hausse, mais la faiblesse de l'activité industrielle et de la demande de matières premières aux Etats-Unis semble avoir paralysé tout mouvement dans ce sens. En revanche, dès l'ouverture des hostilités, les prix montèrent hors d'Europe où l'on s'attendait à une forte consommation de matières premières et de produits finis destinés à des usages militaires de même qu'à une perturbation des courants commerciaux usuels. En Europe même, la structure des coûts de production et des prix fut encore plus profondément affectée par des dépréciations répétées des monnaies,

la hausse des tarifs de transports, une fiscalité accrue et l'introduction d'un contrôle des prix dans des pays qui avaient, jusque là, laissé une certaine liberté à leurs marchés.

L'incidence de la guerre s'est marquée plus vivement cette fois-ci qu'en 1914/1915, époque à laquelle l'opinion publique croyait à une guerre courte. En ce qui a trait aux prix non contrôlés, ce phénomène est mis en lumière par le graphique ci-dessous relatif à l'évolution des prix aux Etats-Unis que nous avons



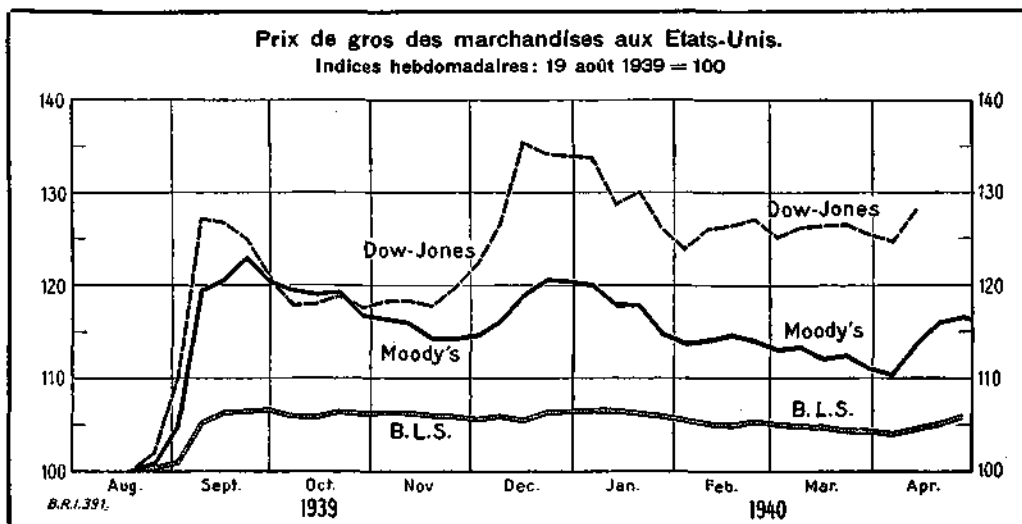
choisis comme pays caractérisant bien cette moitié du globe où ne règne pas l'économie de guerre. Notons en passant que le niveau des prix de gros, pendant l'été de 1939, n'était que légèrement supérieur à celui de 1914, malgré l'inflation de guerre de 1916—1920, le boom de 1929 et la dépréciation du dollar de 1933/1934.

Le blé et le maïs, récoltés en abondance à l'été de 1939, n'avaient jamais été cotés aussi bas depuis 1933. A Liverpool, le prix du blé, influencé d'ailleurs par la prime d'exportation qu'octroient les Etats-Unis, tomba à un chiffre qui est le minimum enregistré dans les temps modernes.

Au début de septembre 1939, des articles d'importation tels que l'étain, le caoutchouc et le sucre virent leurs prix monter aux Etats-Unis, car on s'attendait, de ce côté, à des difficultés de livraison et l'on désirait constituer des stocks — en août 1914, la hausse des marchandises avait été encore plus considérable. Sur les produits qu'exportent normalement les Etats-Unis: blé, maïs, saindoux, pétrole et cuivre, l'on a noté une hausse contrairement à ce qui était advenu en août 1914. Dans l'esprit du public, la demande allait augmenter sous la double influence de gros achats de l'étranger et d'une reprise des affaires dans le pays. On rappelait, à cet égard, le mouvement de hausse que d'importantes exportations

vers les pays belligérants avaient imprimé aux prix américains à la fin de 1915. Du reste, les affaires américaines, au lieu de traverser une période de crise comme en 1914, se trouvaient en pleine reprise à l'été de 1939. On oubliait seulement de tenir suffisamment compte de l'efficacité croissante des contrôles d'Etat, des stocks emmagasinés par les producteurs qui pesaient sur le marché, de la marge de capacité existant dans de nombreuses branches de la production et des réserves que l'Europe avait accumulées.

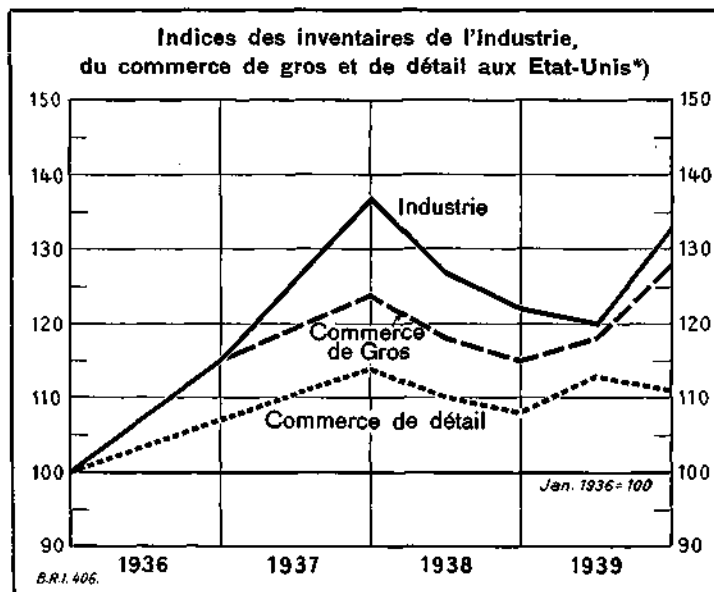
Comme il advient habituellement lorsque les prix changent soudainement, des tendances très diverses dans les cours des marchandises ont caractérisé la vague de hausse de l'automne 1939. Ce manque d'uniformité se distingue nettement sur le graphique qui reproduit les variations hebdomadaires de l'indice des prix du «Bureau of Labour Statistics» (B. L. S.) portant sur 813 articles, de l'indice particulièrement sensible du «Moody's Investors Service» établi sur la base de 15 marchandises faisant l'objet d'un commerce actif et du «Dow-Jones Futures index» relatif à 11 produits dont les prix sont cotés sur des marchés à terme



organisés et où, cela va de soi, l'élément agricole prédomine. Les larges divergences des variations de ces trois indices sont frappantes selon la nature et le nombre des marchandises qu'ils comprennent et suivant le degré d'importance qu'ils accordent à tel ou tel article. Lorsque les marchés sont calmes, des indices différents varient souvent dans le même sens et leurs écarts restent minimes; en période mouvementée, au contraire, les changements qui interviennent dans les niveaux de prix des divers pays ne doivent être comparés qu'avec la plus extrême circonspection, car la plupart des indices dont on dispose n'ont ni la même base ni la même structure. Il convient tout particulièrement d'être attentif au fait que certaines catégories de marchandises peuvent avoir changé de qualité et n'être plus aussi facilement disponibles qu'auparavant.

Dès la deuxième quinzaine de septembre 1939, l'on comptait beaucoup moins sur le soutien que les commandes étrangères devaient apporter aux prix, et la hausse en flèche fit place à une baisse progressive. En décembre, toutefois, les indices les plus sensibles, influencés en partie seulement par la guerre, témoignent d'un relèvement des cours. Les prix du blé s'élevèrent à \$1 sur le marché de Chicago pour la première fois depuis le début de 1938. La cause de cette hausse était double: tout d'abord une sécheresse avait sévi dans les districts du sud-ouest des Etats-Unis et l'on s'attendait à ce qu'elle réduisît la récolte de l'hiver 1940 à 400 millions de boisseaux de blé (production la plus faible depuis 1900); ensuite, le gel avait compromis les récoltes de l'Argentine. La soie brute cota, le 29 décembre, \$4,59 la livre — cours qu'elle n'avait pas atteint depuis dix ans et qui était approximativement le triple du cours le plus bas de 1938 — en raison de la lenteur avec laquelle elle était offerte au Japon à un moment où il se produisait de fortes demandes pour les textiles en général. Le coton, dont la consommation avait été subitement accrue par la guerre, aussi bien dans le pays qu'à l'étranger, monta sur le marché de New-York de 8 1/2 cents en 1938 à 11 cents en 1939. Cependant, les prix commencèrent à baisser au début de 1940 et lorsqu'il devint manifeste, au début de mars, que la reconstitution des stocks était achevée, les cotations de nombreuses marchandises comme l'étain, les porcs, le café et le sucre, étaient tombées au-dessous de celles d'août 1939.

Au début de la guerre, les prix des produits finis ne progressèrent ni dans la même mesure ni avec le même ensemble que ceux des matières premières. On se rendit bientôt compte que les belligérants n'achèteraient



\*) Source: Dun's Review.

qu'à bon escient aux Etats-Unis. Tandis que, lors de la guerre précédente, Français et Britanniques n'avaient coordonné qu'en 1917 leur politique d'achats, ils ont cette fois-ci constitué, dès octobre 1939, une commission mixte chargée de ce soin. L'on constata également que le flot des commandes qui avaient émané des Etats-Unis mêmes

avait été provoqué, dans une large mesure, par un désir de constituer des stocks à titre de précaution contre des hausses éventuelles de prix et des difficultés d'approvisionnement. C'était là une manière de voir prudente qui s'est trouvée justifiée non seulement par la baisse rapide de l'indice de la production industrielle, tombé de 128 en décembre à 101 en avril 1940, mais aussi par l'augmentation des valeurs d'inventaires chez les fabricants et chez les grossistes durant le deuxième semestre de 1939. Les inventaires des fabricants et des détaillants restent toutefois au-dessous de leur niveau du début de 1938 et l'indice mensuel (moins étendu) du « National Industrial Conference Board » accuse une baisse en février 1940.

Passant maintenant à ceux des pays situés hors d'Europe qui sont surtout producteurs de matières premières, l'on y note des tendances très semblables à celles que nous avons observées aux Etats-Unis. Toutefois, comme dans ces pays les produits finis sont dans une plus large mesure qu'aux Etats-Unis des articles d'importation, leur hausse y a été plus sensible en raison de l'augmentation du coût des transports. Les prix des principales denrées — céréales et viandes — ont monté dès l'ouverture des hostilités et ils ont conservé leur avance. Les denrées alimentaires plus recherchées — café, cacao, fruits tropicaux et sucre — ont également monté au début, mais ne se sont pas maintenues au niveau qu'elles avaient atteint. Les textiles bruts ont très nettement subi l'influence de la forte demande engendrée par la guerre. Le coton de l'Inde et celui de l'Egypte se sont vendus en grandes quantités et à des prix croissants. La Grande-Bretagne a acheté toute la production de laine de l'Empire à des prix supérieurs aux prix antérieurement pratiqués. Nous avons déjà indiqué que les prix de la soie avaient monté. Quant aux cours du jute, qui sert essentiellement à fabriquer les sacs à terre, ils ont progressé de 150 % entre le mois d'août 1939 et le milieu de février 1940, en partie sous l'influence de demandes à caractère spéculatif, mais ils ont baissé par la suite. Parmi les matières premières utiles à l'industrie, les métaux non ferreux (étain, cuivre, zinc et plomb) ont tous vu leurs cours monter rapidement au début de la guerre, sauf toutefois dans les pays où cette hausse a été empêchée par le contrôle des prix. Aux Etats-Unis, le prix de l'étain à l'importation a passé de 48 cents  $\frac{3}{4}$  la livre à plus de 70 cents au cours des trois premières semaines de septembre. D'autre part, la Commission internationale de l'étain a, par des décisions successives, porté le contingent afférent au troisième trimestre de 1939, de 45 à 120 %. Après l'inventaire, les achats ont cessé, le cours américain de l'étain est tombé au-dessous de son niveau d'avant-guerre et le contingent afférent au premier trimestre de 1940 a été ramené à 80 %. La production du caoutchouc a aussi été réglementée et son cours, à fin avril 1940, était en hausse. Les prix des huiles minérales ont également accusé un

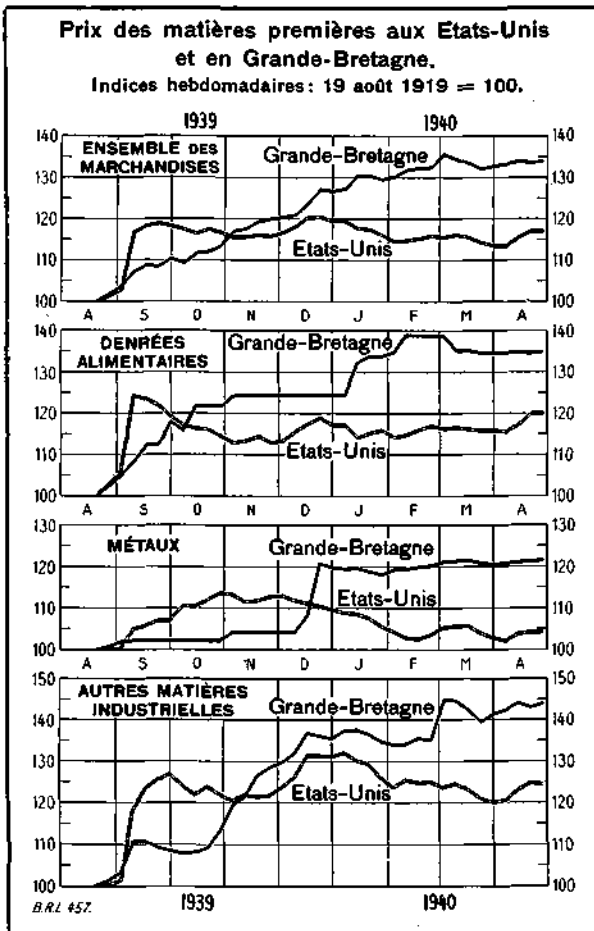
gain; le plus considérable a été réalisé dans les centres de production les mieux placés pour écouler leur marchandise.

L'évolution des prix en Europe traduit aussi, bien entendu, les modifications intervenues dans l'offre et la demande, mais des perturbations ont été apportées aux conditions habituelles des marchés par un ensemble de facteurs dont voici l'énumération succincte:

- 1) Rapide augmentation du coût des transports, surtout du fret maritime, mais aussi des tarifs ferroviaires; augmentation des primes d'assurance maritime et des primes pour risque de guerre; gros frais occasionnés par les retards dans les ports, les transbordements et les itinéraires détournés.
- 2) bouleversement des itinéraires commerciaux du temps de paix dû aux lois concernant le commerce avec l'ennemi, aux blocus, aux traités de commerce du temps de guerre, au droit de préemption octroyé à l'Etat sur les approvisionnements, au déroutement des importations, aux prohibitions à l'exportation et à l'importation décrétées afin de ménager les stocks ou d'économiser les devises étrangères.
- 3) Modifications intervenues dans les relations monétaires sous forme de nouvelles dévaluations, de contrôles de changes, de cours doubles et de cours spéciaux applicables aux opérations effectuées en clearing ou visées par des accords de paiement.
- 4) Modifications dans la fiscalité en y comprenant les impôts sur le chiffre d'affaires, sur le chiffre de vente, les droits de douane et les droits d'accise.
- 5) Intervention directe de l'Etat dans le mécanisme des prix et le jeu de l'offre et de la demande par le rationnement, les réquisitions, les autorisations ou licences d'acheter ou de vendre, la fixation de prix maxima ou minima, de même que par des formes encore plus radicales de contrôle des prix.

On pourra se faire une idée des différences existant entre les évolutions suivies par les prix dans les régions «libres» et en Europe en comparant les indices se rapportant aux articles essentiels et plus ou moins identiques aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Les graphiques ci-après présentent les indices hebdomadaires établis par la Banque d'Angleterre relativement à 15 marchandises au sujet desquelles une comparaison peut être faite entre les deux pays et qui sont réparties en denrées alimentaires, métaux et autres matériaux industriels. Ils font ressortir, non seulement la manière différente dont se comportent les mêmes groupes de marchandises dans deux pays distincts, mais encore le caractère tout différent, à l'intérieur même d'un pays, des augmentations de prix qui





affectent les divers groupes de marchandises. En septembre, les prix ont augmenté rapidement en Amérique et beaucoup plus lentement au Royaume-Uni, malgré la dépréciation de la livre qui, en temps normal, eût immédiatement influencé le cours des matières premières qui prédominent dans le commerce international. Alors que les prix des principales marchandises subissaient une baisse aux Etats-Unis, la hausse s'affirmait finalement sur le marché britannique et portait les indices de ce marché à un niveau très supérieur à celui du marché américain. On ne saurait douter que la lenteur avec laquelle des indices britanniques ont progressé au début ait été due dans une large mesure au contrôle des prix. Plus tard, quel-

ques prix de marchandises, en particulier ceux du coton et de l'argent, tendirent à varier, non pas en fonction du cours officiel du dollar à Londres, mais d'après les fluctuations du cours coté pour la livre sur le marché « libre » de New-York.

Les prix britanniques autres que ceux des produits de base eurent également tendance à monter en raison de l'augmentation des coûts de production (tant en ce qui concerne l'outillage que la main-d'œuvre) et de la perturbation générale apportée au commerce et à l'industrie par l'effort de guerre, perturbation dont l'évacuation partielle de certaines régions à population dense constitue l'un des aspects. Les salaires ont été augmentés dans de nombreuses industries par suite de la pénurie de main-d'œuvre qualifiée ainsi que de l'augmentation du coût de la vie; en vertu de certains contrats collectifs, en effet, celle-ci devait entraîner, par compensation, un relèvement des salaires. Il va de soi que le coût de la vie se ressentit de la dépendance du pays à l'égard de certaines denrées alimentaires d'importation, mais des mesures furent prises pour contrôler les prix et pour rationner certains articles comme le beurre, le

lard, le jambon et le sucre. Au début de décembre 1939, l'indice du prix de détail des denrées alimentaires avait monté de 14 % par rapport au 1<sup>er</sup> septembre. Il devint d'ailleurs stable ensuite, grâce aux primes accordées par l'Etat à la « ration de fer » — qui comprenait une quantité déterminée de denrées alimentaires — et qui s'élevaient à un million de livres sterling par semaine en moyenne.

Il n'est plus publié d'indices officiels de prix depuis la guerre en France, mais les mesures prises dans ce pays pour contrôler les prix indiquent assez clairement qu'une hausse s'y est produite entre septembre 1939 et mars 1940. Pendant l'été de 1939, les prix français étaient encore, dans l'ensemble, au-dessous du niveau général des prix mondiaux au cours du change; il existait donc encore une marge pour les ajustements. Lorsqu'on a accordé aux ouvriers une forte paye pour les heures supplémentaires, on leur a également imposé le versement d'une contribution, afin d'augmenter les revenus de l'Etat, tout en réduisant le pouvoir d'achat monétaire. En Italie, la publication régulière d'indices des prix a également été interrompue. Toutefois, lors de la réunion de la commission centrale des corporations tenue le 9 mars 1940, il a été déclaré que le coût de la production industrielle avait sensiblement augmenté

Indice des prix de gros.

1929 = 100	1938	1939		1940			Pourcentage de variations	
	Déc.	Août	Déc.	Janv.	Fév.	Mars	Août 1939	Août 1939
							à Déc. 1939	à Mars 1940
Albanie . . . . .	63	72	84	86	93	90	+ 17	+ 25
Allemagne . . . . .	77	78	78	79	79	80	0	+ 3
Belgique . . . . .	71	70	93	97	99	99	+ 33	+ 41
Bulgarie . . . . .	67	65	70	69	69	69	+ 8	+ 6
Danemark . . . . .	102	103	132	143	150	154	+ 28	+ 49
Espagne . . . . .	134	137	147	.	.	.	+ 7	.
Estonie . . . . .	85	86	97	100	102	103	+ 13	+ 20
Grèce . . . . .	120	119	133	136	136	.	+ 12	.
Hongrie . . . . .	85	86	89	92	93	94	+ 3	+ 9
Lettonie . . . . .	93	98	105	.	.	.	+ 7	.
Pays-Bas . . . . .	71	71	85	86	88	88	+ 20	+ 24
Norvège . . . . .	101	101	120	122	128	135	+ 19	+ 34
Portugal . . . . .	97	95	112	114	.	.	+ 18	.
Roumanie . . . . .	81	84	104	109	114	.	+ 24	.
Royaume-Uni . . . . .	86	86	107	110	113	113	+ 24	+ 31
Suède . . . . .	91	95	114	117	119	121	+ 20	+ 27
Suisse . . . . .	75	76	89	90	92	94	+ 17	+ 24
Yougoslavie . . . . .	77	76	90	93	94	98	+ 18	+ 29
Canada . . . . .	77	76	85	86	87	87	+ 12	+ 14
Etats-Unis . . . . .	81	79	83	83	82	82	+ 5	+ 4
Argentine . . . . .	107	107	126	130	128	129	+ 18	+ 21
Pérou . . . . .	111	116	128	128	129	128	+ 10	+ 10
Union Sud-Africaine . . . . .	.	86	93	94	95	96	+ 8	+ 12
Australie . . . . .	94	89	93	92	91	93	+ 4	+ 4
Chine . . . . .	159	253	355	375	432	447	+ 40	+ 77
Inde . . . . .	67	71	97	92	89	86	+ 37	+ 21
Japon . . . . .	116	124	143	146	144	142	+ 15	+ 15

en raison des hausses survenues dans le coût des produits importés, du charbon notamment qui avait augmenté de 69 % depuis août 1939, et que l'indice du coût de la vie avait monté de 17 à 18 % pendant les douze derniers mois. Il fut décidé, à la même réunion, d'accorder des relèvements de salaires allant de 10 à 15 %. On fit également observer que les indices des prix utilisés ne donnaient pas une image fidèle de la situation et qu'il y avait lieu de les recalculer. La hausse des prix traduisait certaines circonstances extraordinaires comme l'augmentation des frais de transport des marchandises importées et surtout certaines conditions intérieures comme les mesures prises pour défendre et développer l'agriculture, pour stimuler la production autarcique et pour améliorer la situation sociale de la classe ouvrière. La fiscalité accrue y eut aussi sa part, surtout lorsque l'impôt unique de 2 % à la vente fut remplacé en février 1940 par un impôt sur le chiffre d'affaires de 2 % également, mais applicable à chaque transaction de gros et de détail.

Tout au contraire, en Allemagne, les indices des prix sont restés très stables avant et après l'ouverture des hostilités. Cette stabilité est due, sans aucun doute, à la rigueur du contrôle des prix allemands dont la forme actuelle,

Indice du coût de la vie.

1929 = 100	1938	1939		1940			Pourcentage de variations	
	Déc.	Août	Déc.	Janv.	Fév.	Mars	Août 1939 à Déc. 1939	Août 1939 à Mars 1940
Allemagne . . . . .	81	83	82	82	83	84	— 1	+ 1
Belgique . . . . .	95	91	97	99	101	101	+ 7	+ 11
Bulgarie . . . . .	62	62	63	63	64	64	+ 2	+ 3
Danemark . . . . .	106	106	118	.	.	128	+ 11	+ 21
Estonie . . . . .	93	94	99	107	109	112	+ 5	+ 19
Grèce <sup>1)</sup> . . . . .	130	128	133	134	134	135	+ 4	+ 5
Hongrie . . . . .	87	87	87	89	90	90	0	+ 3
Lettonie <sup>2)</sup> . . . . .	86	92	89	86	91	95	— 3	+ 3
Lithuanie . . . . .	53	52	61	63	65	.	+ 17	.
Norvège . . . . .	102	104	110	110	113	117	+ 6	+ 13
Pays-Bas . . . . .	82	81	87	87	88	.	+ 7	.
Portugal . . . . .	83	81	83	83	83	82	+ 2	+ 1
Roumanie <sup>3)</sup> . . . . .	126	131	149	153	159	166	+ 14	+ 27
Royaume-Uni . . . . .	95	95	106	108	109	109	+ 12	+ 15
Suède . . . . .	98	99	105	.	.	109	+ 6	+ 10
Suisse . . . . .	85	85	88	90	90	90	+ 4	+ 6
Yougoslavie . . . . .	70	69	78	80	85	87	+ 13	+ 26
Canada . . . . .	83	83	85	85	.	.	+ 2	.
Etats-Unis . . . . .	86	84	85	85	86	85	+ 1	+ 1
Argentine . . . . .	92	93	98	98	96	.	+ 5	.
Chili . . . . .	168	170	180	177	178	181	+ 6	+ 6
Pérou . . . . .	95	97	99	100	100	101	+ 2	+ 4
Uruguay . . . . .	99	102	107	107	107	.	+ 5	.
Union Sud-Africaine . . . . .	93	93	94	95	96	96	+ 1	.
Australie . . . . .	88	89	89	.	90	.	0	+ 1
Chine . . . . .	134	187	272	291	325	329	+ 45	+ 76
Japon . . . . .	117	123	132	136	138	140	+ 7	+ 14

<sup>1)</sup> 1931 = 100

<sup>2)</sup> 1930 = 100

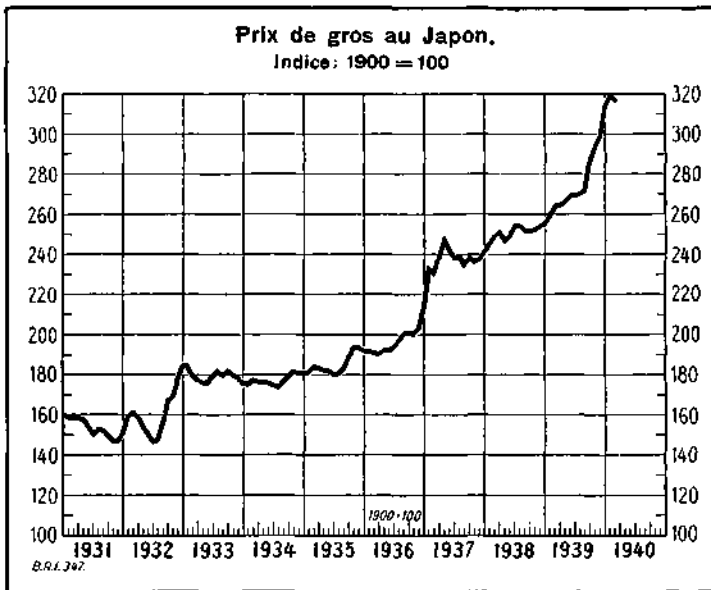
<sup>3)</sup> 1936 = 100.

dans ses grandes lignes, date de 1936, mais a subi quelques modifications au début de la guerre; en particulier, le contrôle a été étendu au fur et à mesure que les prix auxquels il ne s'appliquait pas encore tendaient à hausser. Le rationnement fut adopté sur une large échelle englobant, à côté des denrées alimentaires, l'habillement et la chaussure. Au début de la guerre, les tarifs spéciaux pour les heures supplémentaires et le travail de nuit furent suspendus et les bénéfices résultant de la diminution des frais de main-d'œuvre durent soit être reversés sous forme d'impôts, soit servir à réduire les prix demandés à l'Etat. Par la suite, cette mesure fut en partie rapportée et l'on accorda de nouveau des tarifs spéciaux pour les heures supplémentaires qui ne furent comptées cependant qu'à partir de la onzième heure de travail au lieu de la neuvième. Dans le domaine des prix agricoles, moins faciles à surveiller, à cause de la dissémination et de l'individualisation plus grandes de la production agricole, le contrôle des prix allemands a néanmoins réussi à empêcher la hausse de la plupart des cours. Le pain, la farine, la viande, les saucisses, le sucre et les pommes de terre n'ont pas changé de prix. Une certaine augmentation des cours du lait et du beurre a cependant été admise afin d'assurer la continuité des approvisionnements.

Les tableaux résument l'évolution qui s'est produite dans les pays qui publient encore des indices des prix. Nous tenons à souligner, une fois de plus, que les comparaisons ne doivent être faites qu'avec la plus grande prudence étant donné le manque de concordance des divers indices nationaux. En règle générale, le coût réel de la vie pour un homme jouissant de revenus moyens a plus augmenté que ne l'indique l'indice ordinaire du coût de la vie. En effet, cet indice ne porte d'habitude que sur les articles les plus indispensables à la vie de personnes disposant de revenus minima et ce sont les marchandises échappant à cette définition qui ont précisément le plus augmenté.

Dans les pays balkaniques, les prix ont eu tendance à monter en raison de la forte demande de produits exportables et, plus récemment, des perspectives défavorables de la récolte de 1940. Un hiver rude, aggravé par l'inondation des régions danubiennes, a réduit les superficies où l'on peut escompter un rendement moyen. D'autre part, plusieurs des pays intéressés se sont déjà vus dans l'obligation de restreindre leurs exportations de produits agricoles afin de disposer, pour eux-mêmes, des approvisionnements nécessaires.

Les tableaux précédents montrent que les hausses les plus sensibles se sont produites en Extrême-Orient. Au Japon, les prix ont monté depuis le début de la guerre de Chine (1937) et cette hausse, pour diverses raisons, s'est accélérée depuis l'ouverture des hostilités en Europe. Le yen a baissé parallèlement à la livre sterling et s'est donc déprécié par rapport à de nombreuses monnaies.



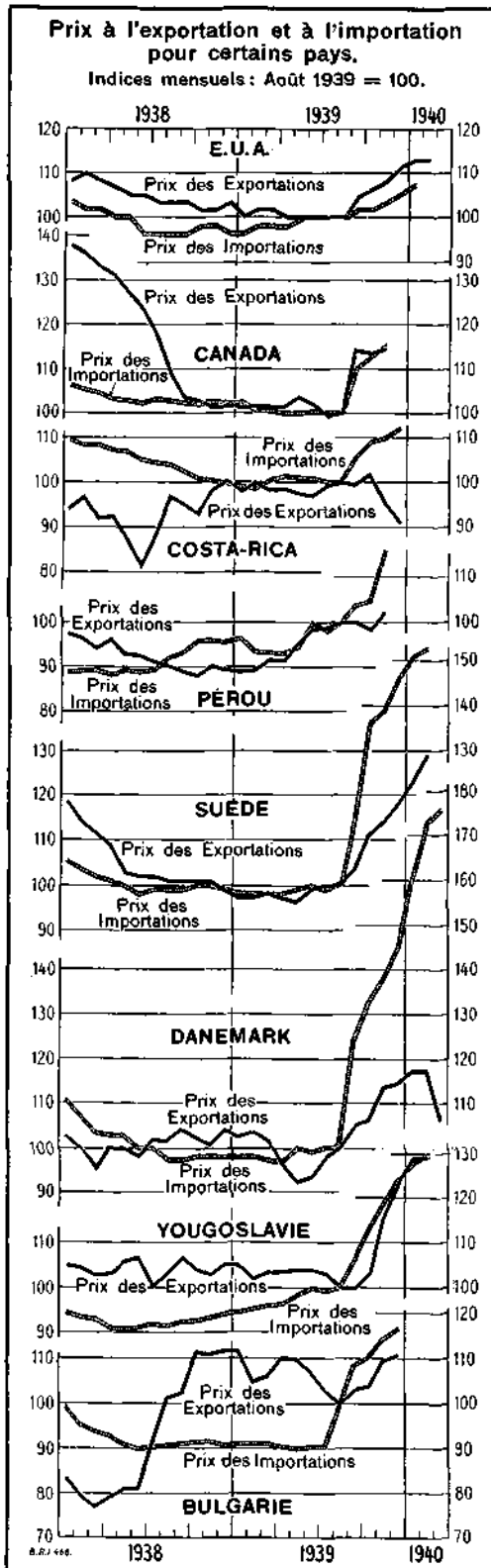
Comme les coûts d'importation montaient, la spéculation déploya une certaine activité sur les marchés d'exportation; d'autre part, la récolte des rizières de Formose fut mauvaise. A Chang-haï, la montée rapide et continue des prix provient dans une large mesure de la dépréciation du yuan de Tchoung-King à

laquelle s'ajouta l'augmentation des prix de nombreuses marchandises sur les marchés mondiaux.

C'est au cours des premiers mois de guerre que l'on a noté les plus grandes divergences dans les mouvements des indices de prix des différents pays. Au printemps de 1940, les prix eurent une légère tendance à s'établir selon des rapports nouveaux. Cette tendance semblerait indiquer qu'en dépit des forces de rupture qui peuvent demeurer en action, des tempéraments ont été apportés, en particulier, au jeu des gros facteurs de bouleversement qu'étaient à l'origine la dépréciation monétaire et les augmentations des frais de transport.

Les modifications qui sont intervenues si rapidement dans les relations des prix depuis l'ouverture des hostilités ont influencé de façon très différente la situation de chaque pays. Le rapport entre les prix à l'importation et à l'exportation, c'est-à-dire l'équation commerciale (terms of trade) mesure pour ainsi dire le profit qu'un pays retire, à un moment donné, de son commerce extérieur, par comparaison avec un autre moment. Lorsque les prix à l'exportation augmentent par rapport aux prix à l'importation, le pays considéré peut se procurer un plus gros volume de marchandises importées pour un même volume d'exportations. Si, au contraire, les prix à l'importation augmentent plus rapidement que les prix à l'exportation, il faut que ce pays exporte davantage pour acquérir le même volume d'importations.

Les graphiques que nous donnons ci-après des prix mensuels à l'exportation et à l'importation montrent les changements considérables intervenus dans l'équation commerciale de certaines économies nationales depuis le milieu de 1939. Dans quelques cas, les changements apparents proviennent de la composition des indices; pour les États-Unis, par exemple, les chiffres portent sur



la valeur de tout le commerce extérieur américain et accusent beaucoup moins de fluctuations que les indices reposant sur les cotations d'un choix limité d'articles d'exportation et d'importation faisant l'objet d'un commerce considérable (en général, matières premières et produits agricoles traités sur des marchés actifs).

Les prix ont augmenté à l'importation comme à l'exportation depuis août 1939 dans tous les pays faisant l'objet du graphique — sauf les prix à l'exportation de Costa-Rica, mais les quatre cinquièmes du commerce d'exportation de ce pays sont constitués par le café et les bananes. En Europe, la hausse des prix à l'importation dépasse de beaucoup celle des prix à l'exportation, tandis qu'aux Etats-Unis et dans les pays producteurs de matières premières situés hors d'Europe, c'est un mouvement en sens contraire qui s'observe.

Même en Europe, des différences considérables sont à noter dans l'évolution suivie par chaque région. Dans les Balkans, l'évolution défavorable de l'équation commerciale a été beaucoup moins prononcée qu'en Scandinavie, en partie à cause de la forte demande de produits balkaniques et en partie en raison des conditions de transport qui se sont moins altérées dans cette région. Des différences sont également perceptibles, dans une même région, entre pays comme le Danemark et la Suède, par exemple. Le prix des marchandises importées a considérablement augmenté dans ces deux pays en raison, notamment, de

l'élévation des frets et des tarifs d'assurance. Toutefois, le caractère agricole d'une grande partie des importations du Danemark (produits d'alimentation du bétail provenant de pays producteurs de matières premières) explique que la hausse ait été plus rapide dans ce pays. De plus, en fixant des maxima pour le prix du beurre, des œufs et du lard, la Grande-Bretagne, qui était le débouché principal des exportations danoises, a contribué à limiter les prix des marchandises exportées par le Danemark, alors que les matières premières de caractère industriel produites par la Suède continuaient à être très demandées.

Un facteur capable de modifier considérablement l'équation commerciale résidait dans les mouvements disparates dont étaient animés les tarifs de transport dans les diverses parties du monde. Les frets ont augmenté généralement, mais non pas à cause d'un accroissement du volume global du commerce mondial puisque les blocus et autres mesures de guerre ont réduit, comme ils l'avaient fait en 1914-1918, le volume des échanges internationaux. En réalité, les pertes subies en mer diminuent le nombre des bateaux de commerce disponibles, et les retards, souvent considérables, infligés à la navigation réduisent la capacité de transport des navires. Ces conditions ne se font pas sentir partout avec la même intensité. Entre les Etats-Unis et les ports de la côte orientale de l'Amérique du Sud, les tarifs n'ont augmenté que de 10 %, tandis qu'ils s'étaient accrus de plus de 100 % au début de 1940, entre les Etats-Unis et la Scandinavie. Souvent l'augmentation est encore plus considérable; les affrètements en «time charter» ont triplé sur la côte du Pacifique aux Etats-Unis entre août et décembre 1939; les tarifs applicables aux gros chargements de grains entre New-York et Anvers-Rotterdam ont augmenté de 15 cents par 100 livres sterling durant l'été de 1939 à 85-90 cents vers le milieu de février 1940, et les tarifs afférents aux pétroliers — transporteurs spécialisés très recherchés — ont quintuplé aux Etats-Unis entre août et février.

Les indices généraux des frets accusent, en Europe, des hausses encore plus sensibles. La «Lloyd's List» relative au Royaume-Uni indique un relèvement d'ensemble de 400 % entre août 1939 et mars 1940 avec des augmentations partielles intéressant tel ou tel continent allant de cinq fois et demie pour les frets entre le Royaume-Uni et l'Amérique du Sud à trois fois et demie pour les frets entre le Royaume-Uni et les ports de l'Océan Pacifique et de l'Australie. L'indice du fret du Danemark a passé de 134 en août 1939 à 563 en février 1940; celui de la Suède, de 125 en août à 828 en mars 1940.

Une augmentation des frais que supportent les producteurs en général doit, normalement, être suivie d'un relèvement des prix car la possibilité d'octroyer des subventions — ouvertement ou d'une façon occulte — est nécessairement limitée. Les systèmes de contrôle des prix institués depuis

l'ouverture des hostilités dans un certain nombre de pays qui jusqu'alors étaient restés partisans de l'économie libre peuvent donc, soit se borner à empêcher que les prix ne montent au delà de la limite justifiée par l'augmentation des frais, soit aller jusqu'à régler le coût de différents éléments de production. Dans le premier cas (qui est celui de la plupart des contrôles créés depuis la guerre), le contrôle des prix vise simplement, en général, à empêcher la spéculation, l'accaparement et un profit exagéré sur les produits affectant le niveau de vie et aussi à éviter, comme conséquence des approvisionnements effectués par l'Etat, un gonflement injustifié des prix et des bénéfices correspondants. Ces systèmes simples se rencontrent notamment dans les pays neutres et dans ceux qui sont éloignés du théâtre de la guerre comme l'Argentine, l'Australie, l'Inde britannique, la Bulgarie, l'Estonie, la Grèce, etc.

Dans les systèmes de contrôle plus complets, qui peuvent viser à empêcher presque toute hausse des prix, l'organisme de surveillance jouit de pouvoirs nécessairement étendus; son action englobe les salaires, la répartition des ouvriers entre les différentes usines, les différentes industries, le droit des firmes de continuer à exercer telle ou telle activité ou d'en embrasser telle ou telle autre et, d'une façon générale, toute la vente des produits agricoles. L'élément le plus important de ce type de contrôle réside, bien entendu, dans la fixation des salaires et la répartition de la main-d'œuvre. A cet égard, notons les attributions du commissaire allemand aux prix qui dispose de très larges pouvoirs mais n'exerce pas de surveillance sur les traitements (à distinguer des salaires) ni sur les taux d'intérêt; ce sont là, pratiquement, les seules limites mises à sa sphère d'action. Les mesures d'ordre technique adoptées pour appliquer le contrôle des prix sont inextricablement liées au vaste réseau des prohibitions à l'exportation et à l'importation, aux primes, aux impôts spéciaux et au rationnement. Celui-ci est ordinairement appliqué en premier lieu aux denrées alimentaires, mais il peut être étendu aux matières premières industrielles lorsque la pénurie des approvisionnements rend nécessaire une répartition méthodique des quantités disponibles entre les diverses firmes et industries. Les différents systèmes de rationnement des biens de consommation peuvent être aussi minutieux qu'en Allemagne ou n'être appliqués qu'à un nombre limité de denrées alimentaires et, par exemple, au pétrole pour l'usage privé des automobiles. En outre, la consommation peut être limitée à un certain nombre de jours de la semaine par l'introduction de jours sans viande ou de restrictions dans l'usage des automobiles privées.

L'une des formes les plus usuelles de contrôle est le «price stop» qui interdit l'augmentation des prix, sauf circonstances particulières, au-dessus du niveau en vigueur à une date déterminée. L'Allemagne a adopté ce système en 1936: une loi a été promulguée à cet effet et la date de base encore en



vigueur est le 17 octobre 1936. En Angleterre, la date de base est le 1<sup>er</sup> août 1939, en France, le décret-loi du 9 septembre 1939, complété par le décret du 29 février 1940, a décidé de stabiliser les prix au niveau constaté à la date du 1<sup>er</sup> septembre 1939; au Japon, enfin, cette date est le 18 septembre 1939. Sous ce type de contrôle, les exceptions peuvent devenir évidemment extrêmement importantes. En Allemagne, aucun prix ne peut être changé sans approbation préalable du commissaire aux prix; en Angleterre, les prix peuvent être ajustés au-dessus du niveau du 1<sup>er</sup> août quand un tel ajustement est rendu nécessaire par l'accroissement du prix des produits (intérieurs ou importés) ou par des coûts plus élevés de vente ou de production, y compris les salaires, traitements, dépenses de production, charges d'assurances et dépenses publicitaires. En France, des hausses de prix ont pu tout d'abord être exceptionnellement autorisées lorsqu'elles étaient «justifiées par les conditions de fait d'exploitation des entreprises ou de fluctuations de cours des matières importées», mais un décret du 9 avril 1940 stipula qu'en raison de l'ajustement des prix français aux prix mondiaux qui, à leur tour, avaient baissé en février, les prix ne pourraient plus, à dater du 1<sup>er</sup> mai 1940, faire l'objet d'aucune majoration sauf en cas de dérogations exceptionnelles accordées, sous certaines conditions spécifiées au décret, «lorsque la majoration du prix de revient résultera de la hausse du prix des produits et matières importés et dépassera un pourcentage minimum qui sera déterminé suivant le cas par le Comité national de surveillance des prix».

Le même résultat est atteint d'une manière quelque peu différente par la promulgation des prix maxima; ceux-ci peuvent être fixés conformément aux conditions de la production et de l'approvisionnement disponible, avec une liberté plus grande que lorsqu'on se reporte à une date déterminée du passé comme dans le cas du «price stop». Des essais sont souvent faits pour fixer sur cette base des prix «justes» ou normaux, «équitables» ou naturels. Finalement, on a tenté, dans un nombre limité de cas, de baser le prix de vente sur le «prix de revient moyen» d'une industrie, en considérant que les diverses firmes produisent à des coûts différents selon les catégories et que le revenu «équitable» pour le producteur à faible prix de revient peut ne pas être suffisant pour couvrir les frais d'une autre firme qui, en raison de sa situation, de son importance, etc., ne peut pas produire dans des conditions de bon marché analogue. Ce type d'organisation est, dit-on, en application dans un certain nombre d'industries allemandes et dans les industries métallurgiques de Grande-Bretagne.

Lorsque le contrôle des prix est adopté, les développements ultérieurs dépendent largement des conditions de l'offre et de la demande sur le marché. Quand, par exemple, les Pays-Bas et la Suisse adoptèrent le contrôle des prix à l'automne 1936, lors de la dépréciation des monnaies du bloc-or, ils le firent en

vue d'éviter une augmentation du coût de la vie qui aurait pu entraîner une augmentation des salaires et autres dépenses. On peut considérer que leur intervention a été pleinement couronnée de succès: il ne se produisit qu'une légère augmentation des coûts et des prix. Les deux pays ont pu ainsi retirer des bénéfices positifs de l'ajustement de leurs monnaies et celui-ci n'a pas seulement amélioré la situation relative de leurs industries d'exportation, mais il a également contribué à établir un meilleur équilibre dans la structure interne des coûts et des prix. De plus, le contrôle put graduellement être relâché et les prix s'établirent librement à leur niveau naturel conformément aux conditions existant sur le marché.

La situation est très différente sous la pression de la guerre, lorsque l'approvisionnement des marchandises diminue progressivement et que la demande augmente en raison des exigences extraordinaires nouvelles répondant aux besoins de l'Etat, car le pouvoir d'achat monétaire à la disposition du public est alors anormalement développé. Dans de telles circonstances, il est difficile de s'arrêter à mi-chemin. Généralement, on se trouve entraîné d'une mesure à l'autre: on émet des décrets portant défense aux détenteurs de biens de les stocker en dehors du marché, de se refuser à satisfaire des demandes normales, ou encore d'augmenter indirectement les prix par des modifications dans les conditions commerciales habituelles de vente ou par un abaissement de la qualité des marchandises livrées. Les autorités publiques sont souvent contraintes d'intervenir et de se rendre acquéreurs de tous les approvisionnements disponibles, c'est aux organismes officiels qu'incombe alors entièrement le soin de la répartition. Dans ces conditions, les prix fixés sont beaucoup moins liés aux conditions de l'offre et de la demande que cela ne serait le cas sur un marché libre, et les fonctions normales des mécanismes des prix (l'accroissement des prix agissant comme un stimulant pour la production et un frein sur la consommation) ne se trouvent plus remplies. L'augmentation des prix en temps de guerre présente souvent un réel dilemme. D'un côté, le contrôle des prix est considéré comme essentiel pour maintenir les denrées indispensables à la portée de toutes les classes de la population; d'un autre côté, l'augmentation des prix ne constitue pas toujours un indice de spéculation, de thésaurisation ou de gains exagérés, mais elle peut témoigner de disparités plus profondes entre la production et la consommation résultant des conditions nouvelles — le problème ne se trouverait donc traité que sous son aspect extérieur, si le contrôle devait porter exclusivement sur le niveau même des prix. En général, ce danger est, bien entendu, connu: pour autant que les conditions monétaires sont en cause, l'objectif évident de toutes les mesures officielles doit consister à éviter l'inflation du pouvoir d'achat entre les mains du public, car celle-ci rendrait le contrôle effectif des prix plus difficile ou même impossible.

### III. OR: PRODUCTION ET MOUVEMENTS.

La production mondiale de l'or en 1939, supérieure à celle de toute autre année antérieure, s'est élevée à 39,5 millions d'onces de fin; elle dépasse de 6 % la production de l'année précédente et elle représente environ le double de celle de 1929. Au prix officiel, la valeur de l'or extrait est montée de 397 millions de dollars (des Etats-Unis) en 1929 à 1.382 millions en 1939, c'est-à-dire de près de 250 %, alors qu'au cours de cette dernière année, les prix des marchandises aux Etats-Unis (pays qui avait reçu la presque totalité de l'or nouveau) restaient inférieurs d'environ 20 % à ceux de 1929.

L'on ne possède pas d'informations nouvelles sur la production d'or en U.R.S.S.; elle avait été évaluée à 5 millions d'onces pour chacune des deux années précédentes et on estime qu'elle a dû être à peu près semblable en 1939. En Orient, aux Indes notamment, la déthésaurisation a été plus importante: les montants d'or libérés ont atteint 111 millions de dollars en 1939 contre 69 millions en 1938. Cette augmentation est due surtout à des ventes spéculatives qui ont été effectuées en raison des prix élevés de l'or en roupies, en livres sterling et en argent.

Alors que le total de l'or nouveau fourni par la production courante et par la déthésaurisation de l'Orient (compte tenu de la demande industrielle) atteignait 1.400 millions de dollars en 1939, l'accroissement net du stock d'or monétaire des Etats-Unis était de 3.132 millions de dollars — montant le plus considérable qui ait jamais été reçu par un seul pays au cours d'une année. Sur ce montant, 727 millions correspondent à l'estimation de l'excédent de la balance des paiements (c'est-à-dire la balance commerciale et la balance des revenus visibles et invisibles) et approximativement 2 milliards constituent la contre-partie d'afflux massifs de capitaux vers le marché des Etats-Unis. Une partie de l'or envoyé aux Etats-Unis provenait de particuliers qui l'avaient thésaurisé en Europe et qui ne l'y considéraient plus comme suffisamment en sûreté en cas de guerre. La situation en Europe amena également en 1939 une augmentation de 534 millions de dollars dans les montants d'or détenus sous dossier, par les autorités monétaires européennes principalement, auprès des banques de réserve fédérale.

La France, estime-t-on, possédait des réserves plus fortes à la fin de 1939 qu'à la fin de l'année précédente car, depuis l'automne de 1938, les entrées de capitaux se sont poursuivies presque sans interruption durant toute l'année. La

plus grosse perte d'or a été subie par le Royaume-Uni; elle résultait du déficit croissant de la balance des paiements britannique ainsi que des sorties de capitaux étrangers qui n'avaient pas été entièrement arrêtées par les restrictions de change de septembre 1939. Les Pays-Bas et la Suisse perdirent aussi beaucoup d'or durant l'année, en raison d'une part des sorties de capitaux et en raison d'autre part des paiements qu'ils avaient eu à effectuer, à l'automne notamment, pour un plus fort excédent d'importations.

#### 1. L'APPROVISIONNEMENT D'OR.

Le tableau ci-dessous fait ressortir l'accroissement continu de la production d'or:

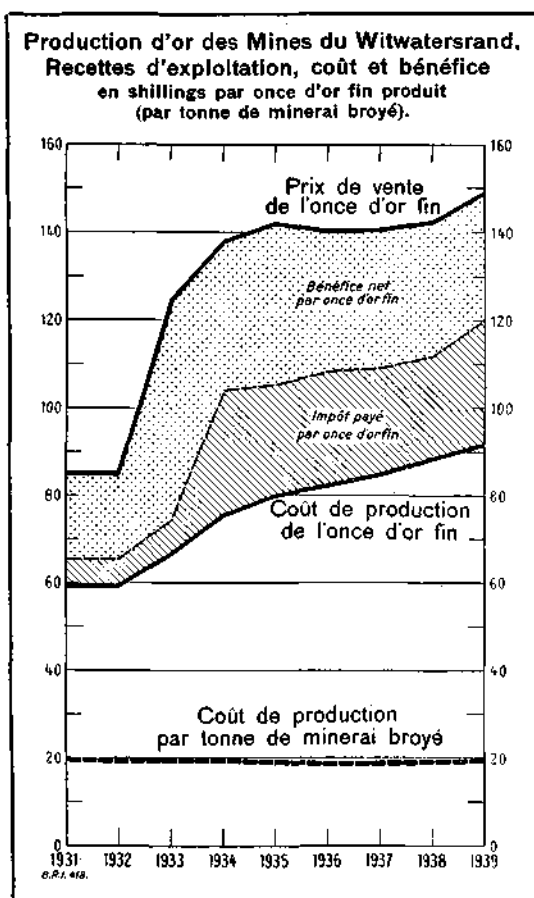
Production mondiale annuelle de l'or	1929	1932	1937	1938	1939
Milliers d'onces d'or fin					
Union Sud-africaine .	10.412	11.559	11.735	12.160	12.821
Canada . . . . .	1.928	3.044	4.096	4.715	5.092
U. R. S. S. <sup>1)</sup> . . . . .	707	1.938	5.000	5.000	5.000
Etats-Unis . . . . .	2.056	2.219	4.112	4.245	4.565
Australie . . . . .	426	710	1.363	1.574	1.621
Philippines . . . . .	152	230	692	844	1.015
Corée . . . . .	138	276	735	850	950
Mexique . . . . .	652	584	846	923	944
Japon . . . . .	335	402	723	772	850
Sud-Ouest africain brit.	208	293	621	725	814
Rhodésie . . . . .	562	581	808	815	803
Colombie . . . . .	48	248	442	521	582
Congo belge . . . . .	173	243	432	460	502
Chili . . . . .	26	38	273	294	327
Inde britannique . .	364	330	332	322	316
Pérou . . . . .	121	86	214	254	270
Nouvelle-Guinée . .	?)	?)	217	242	246
Suède . . . . .	?)	132	193	198	200
Roumanie . . . . .	71	103	167	172	175
Nouvelle-Zélande . .	120	166	168	151	166
Autres pays . . . . .	693	1.072	1.714	1.987	2.222
Total de la production mondiale	19.192	24.254	34.883	37.224	39.481
Millions de dollars <sup>2)</sup>					
Valeur de la production mondiale totale . .	672	849	1.221	1.303	1.382

<sup>1)</sup> Estimations.

<sup>2)</sup> Compris dans le chiffre d'autres pays.

<sup>3)</sup> Dollars à leur valeur actuelle équivalant à \$ 35 pour l'once d'or fin: la valeur de la production d'or de 1929 en dollars de l'époque (de \$ 20,67 par once de fin) s'élevait à \$ 397 millions et, en 1932, à \$ 501 millions.

La production d'or de l'Afrique du Sud reste supérieure à plus du double de celle de tout autre pays, mais elle ne représente plus qu'un tiers environ, au lieu de la moitié en 1929, de l'ensemble de la production mondiale.



Cette diminution de l'importance relative de la production provient en partie du grand développement de l'exploitation des mines d'or dans d'autres pays: U. R. S. S., Etats-Unis, Canada, Australie et quelques territoires producteurs plus petits, et en partie de la politique minière adoptée en Afrique du Sud, où on broie des quantités croissantes de minerais moins riches pour prolonger l'existence des mines. Malgré l'augmentation du tonnage traité, le prix de revient de la tonne de minerai broyé est resté remarquablement stable en Afrique du Sud. Il était de 19 sh. 3 d. en 1932 (dernière année ayant précédé la dépréciation de la livre sud-africaine) et s'établissait presque au même chiffre en 1939: 19 sh. 5 d. Le traitement d'une plus forte proportion de minerai moins riche a

toutefois fait passer le prix de revient de l'once d'or fin de 59 sh. 3 d. en 1932 à 91 sh. 8 d. en 1939, ce qui représente une augmentation de 55 %. Par suite de la dépréciation de la livre, le prix obtenu pour l'once d'or fin monta de 75 % (de 85 sh. en 1932 à 149 sh. 2 d. en 1939), et le bénéfice laissé par l'extraction d'une once d'or fin s'accrut de 25 sh. 9 d. en 1932 à 57 sh. 6 d. en 1939. L'impôt par once d'or fin a passé de 6 sh. 3 d. à 28 sh. 8 d., néanmoins le bénéfice net réalisé par once d'or fin s'est établi à 28 sh. 10 d. en 1939 contre 19 sh. 6 d. en 1932.

Répartition des sommes provenant des ventes d'or	en millions de £	en pourcentage
Versé à la collectivité: prix de revient . . . . .	56,6	61,3
Versé à l'Etat: impôts et participations aux bénéfices . .	12,7	13,7
Versé aux actionnaires: dividendes . . . . .	19,9	21,6
Divers (y compris les dépenses de capital prélevées sur les recettes courantes) . . . . .	3,1	3,4
Total . . . . .	92,3	100,0

Le rapport annuel de l'Union Corporation reproduit dans le tableau précédant une analyse sommaire de la répartition des sommes provenant des ventes d'or des grandes sociétés du Witwatersrand affiliées à la Chambre des mines du Transvaal (ces sociétés fournissent à elles seules la presque totalité de l'or extrait).

Après l'ouverture des hostilités, en septembre 1939, le prix de l'or est monté à 168 sh. par once de fin sur le marché de Londres, mais les mines, pendant cette période, n'ont jamais touché un prix supérieur à 150 sh. En vertu des «Emergency Finance Regulations» promulguées après la déclaration de guerre, les producteurs d'or de l'Afrique du Sud durent offrir tout l'or extrait à la Trésorerie de l'Union. Celle-ci fut habilitée à acheter cet or à un prix qui ne serait pas inférieur au cours en vigueur le jour où aurait lieu l'opération, sans qu'il pût toutefois être supérieur à 150 sh. par once de fin. L'industrie minière a toutefois fait observer que cette limitation du prix de l'or aurait des conséquences très graves. Elle a indiqué que, bien que le prix de revient de la tonne de minerai broyé fût resté assez constant durant ces dernières années, le coût de production de l'once d'or n'avait cessé de croître en raison de la moindre teneur en or du minerai actuellement traité et qu'il croissait plus rapidement encore depuis la guerre en raison de la hausse du prix des fournitures. A côté des anciennes mines qui ne disposent plus que d'un minerai pauvre, de nombreuses mines nouvelles ont été ouvertes et certaines d'entre elles ont pu être mises en exploitation grâce à la hausse du prix de l'or. Par le passé, le mode d'impôt appliqué à l'industrie de l'extraction de l'or était nettement conçu de façon à encourager le traitement du minerai pauvre. Or, si cette industrie en est réduite à ne travailler que le minerai riche, soit parce qu'on limite le prix de vente de l'or, soit parce qu'on modifie l'incidence de l'impôt ou parce que les prix de production augmentent, certaines mines se verront obligées de cesser leur exploitation et la durée d'existence de toutes les mines sera fortement diminuée. Ces considérations amenèrent le ministre des finances à annoncer, lors de la présentation du budget de 1940, que le gouvernement avait décidé d'abroger, à la date du 1<sup>er</sup> janvier 1940, le régime en vigueur pour les achats d'or. En revanche, l'Etat percevrait désormais un impôt additionnel de 9% sur le revenu imposable des mines — sans abattement au titre de l'amortissement — et se procurerait ainsi le montant de 3.500.000 livres dont il a besoin par des moyens qui ne gêneraient pas l'industrie.

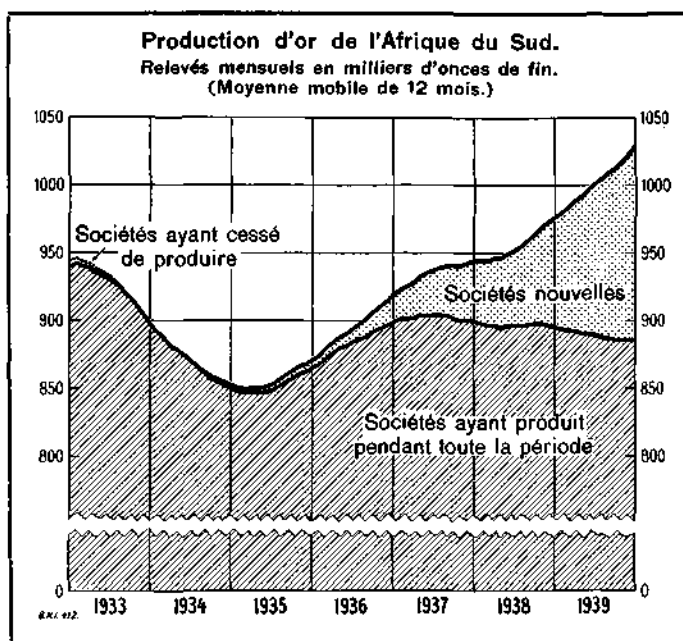
Sous le régime minier adopté en Afrique du Sud, le prix élevé atteint par l'or a donc déterminé non pas un accroissement immédiat et considérable de la production d'or, mais une augmentation des quantités de minerai pauvre traitées. Le minerai broyé par les grandes mines du Witwatersrand et de la région de Heidelberg passa de 34,9 millions de tonnes en 1932 à 58,3 millions en 1939. Pour faire face à cette activité accrue, l'effectif moyen de la main-

d'oeuvre indigène et de couleur a été porté de 214.781 hommes en 1932 à 314.222 en 1939, le nombre moyen des blancs ayant passé, de son côté, de 23.051 en 1932 à 41.852 en 1939 — nouveau chiffre record pour cette industrie.

Au cours de l'année, les gouvernements du Portugal et de l'Union prorogèrent de cinq ans, d'un commun accord, la convention du Mozambique visant le recrutement d'un effectif maximum de 80.000 indigènes de la côte orientale. L'on obtint en outre l'autorisation de faire venir un nombre un peu plus élevé d'indigènes de la zone tropicale des territoires britanniques situés au nord du 22ème degré de latitude sud. Malgré cela, de nombreuses mines se seraient plaintes de n'avoir pu se procurer assez de main-d'oeuvre indigène durant le deuxième semestre, eu égard à l'ampleur du travail à exécuter. Bien que l'effectif des travailleurs indigènes et de couleur employés ait atteint, à la fin de février 1940, un nouveau maximum de 342.000 hommes, la difficulté qu'éprouve l'industrie minière à satisfaire ses besoins sans cesse croissants de main-d'oeuvre indigène pose, estime-t-on, un problème préoccupant pour l'avenir de cette industrie.

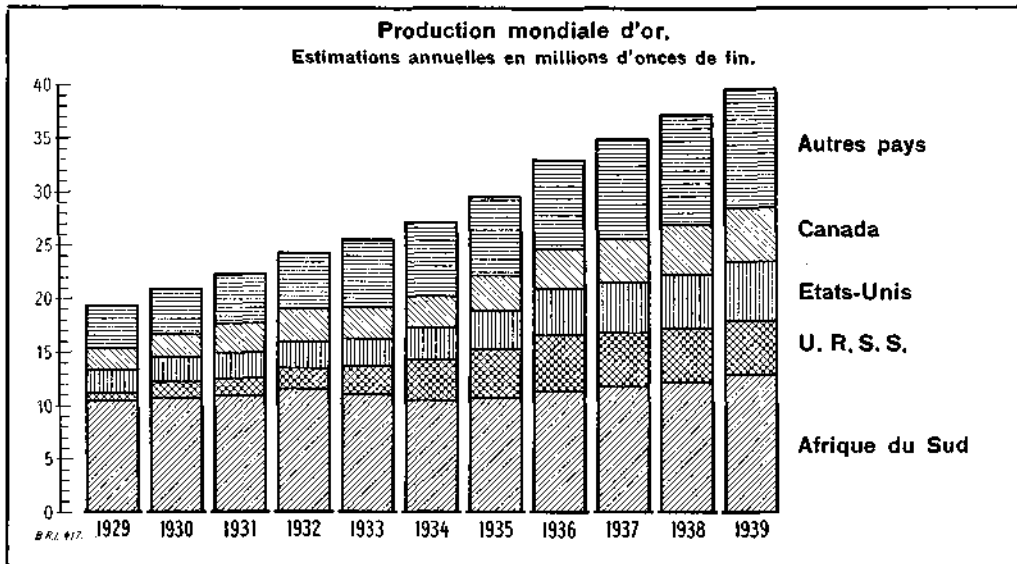
La production d'or de l'Afrique du Sud a accusé en 1939 une augmentation de 5,4% qui reflète l'activité des mines nouvellement exploitées.

La première de ces mines commença son exploitation en juillet 1934, mais la production des trente et une mines anciennes baissa jusqu'au début de 1935. Elle se releva un peu au cours des deux années suivantes pour connaître, à partir du printemps de 1937, un nouveau et constant déclin des mines plus anciennes qui a persisté jusqu'à présent. Dans l'intervalle, de nouvelles mines



ont encore été ouvertes — la dernière au mois de novembre 1939 — portant à 11 le nombre des producteurs nouveaux. Les «Sociétés nouvelles» figurant sur le graphique comprennent également certaines sociétés anciennes (ou fusions ou réorganisations de sociétés anciennes) qui n'étaient plus en exploitation depuis quelque temps, mais qui reprirent leur production lorsque l'augmentation du prix

de l'or leur permet d'exploiter avec profit leurs minerais à faible rendement. En 1939, ces mines nouvelles ou nouvellement ouvertes ont produit 1.720.000 onces d'or fin, soit 14 % de la quantité totale extraite dans le Rand.



La production des autres centres a également atteint d'une manière générale en 1939 de nouveaux montants records. Au Canada, les mines d'or sont restées la partie principale de l'industrie minière du pays, tant au point de vue de la valeur de la production qu'à celui du chiffre de la main-d'œuvre employée. Indépendamment de la production considérable des mines et des placers, des quantités appréciables d'or sont obtenues dans le traitement des minerais de métaux communs. C'est ainsi que la mine de cuivre de Noranda, au nord-ouest de la province de Québec, est en importance le troisième producteur d'or du Canada.

Aux Etats-Unis, la production d'or s'est accrue de 7,5 % en 1939 contre 3,2 % en 1938, la baisse du prix des marchandises — signe d'une régression de l'activité des affaires — ayant pour effet de stimuler la production de métal jaune. Aux Philippines, cette production a augmenté en 1939 de 20 % — ce qui représente le plus fort pourcentage de hausse du monde entier. En ce qui concerne l'U.R.S.S., nous avons déjà indiqué que nous ne possédons pas d'information précise sur sa production de ces dernières années, et toute évaluation ne peut avoir qu'un caractère assez général. La majeure partie de la production d'or de l'U.R.S.S. provient de dépôts d'alluvions et l'on sait par expérience que cette exploitation donne des résultats souvent très variables. On se rappellera, dans cet ordre d'idées, la production soudainement accrue et l'épuisement rapide des terrains aurifères de l'Australie et de la Californie vers 1850. D'après les statistiques britanniques, il a été importé d'U.R.S.S. en



Angleterre 970.000 onces d'or pendant les huit premiers mois de 1939 contre 3.160.000 en 1938. Selon des informations de source américaine non officielle, les importations d'or russe parvenues aux Etats-Unis par des voies indirectes empruntant d'autres pays se seraient élevées à environ 1.485.000 onces en 1939.

La production d'or de l'Australie, après avoir crû rapidement de 1935 à 1938, n'a plus progressé que de 3 % en 1939. Celle du Mexique a continué d'augmenter et elle a presque atteint 1 million d'onces. En Corée et au Japon, la production s'est accrue, de manière assez sensible, de 11,8 et de 10,1 % respectivement; la production totale a été de 1.800.000 onces, soit le tiers de l'or que le Japon a exporté en 1939 aux Etats-Unis pour soutenir le yen. Au Japon comme en Corée, la production de l'or est subventionnée. Dans nombre d'autres pays, d'ailleurs, l'Etat a également pris des mesures pour développer cette production à l'intérieur de ses frontières.

Si l'on admet pour l'U. R. S. S. une production de 5 millions d'onces, la production d'or se répartit entre les divers continents comme le montre le tableau ci-dessous:

Production d'or par continent	1929	1932	1939 <sup>1)</sup>	Changements intervenus de 1919-1939
	en milliers d'onces de fin			%
Afrique . . . . .	11.385	12.797	15.464	+ 36
Amérique du Nord . . . . .	4.637	5.865	10.629	+ 129
Amérique Centrale <sup>2)</sup> . . . . .	53	82	168	+ 217
Amérique du Sud . . . . .	466	714	1.698	+ 264
Asie <sup>3)</sup> . . . . .	1.189	1.474	3.676	+ 209
Océanie . . . . .	585	998	2.183	+ 273
Europe <sup>3)</sup> . . . . .	170	385	663	+ 290
U.R.S.S. <sup>1)</sup> . . . . .	707	1.938	5.000	+ 607
	19.192	24.254	39.481	+ 106

<sup>1)</sup> Estimations.

<sup>2)</sup> Y compris les Indes occidentales.

<sup>3)</sup> Sans l'U. R. S. S.

La part de l'Amérique du Nord et de l'Amérique du Sud dans la production mondiale de l'or est d'environ 30 %, tandis qu'elle est d'approximativement 75 % dans la production mondiale de l'argent. Celle de l'Empire britannique est restée constante, durant les cinq dernières années, à 57 % environ.

Les montants d'or déthésaurisé en Orient n'avaient plus qu'une importance relativement insignifiante en 1937 et en 1938; ils se sont légèrement accrus en 1939, en raison notamment de ventes de caractère spéculatif faites par l'Inde. Les exportations égyptiennes d'or en 1939 semblent avoir été plutôt plus importantes qu'au cours des années antérieures.

Or provenant de l'Orient

En millions de dollars (à \$ 35 l'once de fin)	Inde <sup>1)</sup>	Chine	Hong-Kong	Total
1931	208	18	20	246
1932	320	39	19	378
1933	202	24	33	259
1935	220	18	22	260
1934	150	14	11	175
1936	109	12	10	131
1937	50	17	1	68
1938	55	0 <sup>2)</sup>	14	69
1939	110	1	0	111
Total	1.424	143	130	1.697

<sup>1)</sup> Stocks privés seulement.

<sup>2)</sup> Une importation nette de \$ 4 millions.

En 1939, et ceci constitue une caractéristique intéressante de la situation aux Indes, la demande d'argent émanant des bazars hindous, qui était brusquement tombée en 1938, s'est subitement relevée sous l'influence d'un certain accroissement des revenus de la po-

pulation et, pendant une partie de l'année, de la baisse du prix de ce métal. Cela tendrait à prouver que la déthésaurisation de l'or n'était pas due à un besoin urgent de fonds, mais essentiellement à la hausse du prix du métal jaune en roupies, en livres et en argent. On ignore l'ordre de grandeur des quantités d'or qui restent thésaurisées aux Indes et il est, par conséquent, impossible d'indiquer l'importance future des déthésaurisations. Celles-ci ont constitué, de 1931 à 1934, un facteur d'une certaine importance — au point de vue psychologique, notamment, puisqu'elles intervenaient à un moment où le monde était encore obsédé par la crainte d'une rareté de l'or — mais elles n'ont jamais porté sur des montants très grands si on les compare aux montants d'or provenant d'autres sources. Au cours des neuf années 1931—1939, cette déthésaurisation n'a produit que l'équivalent de 1.400 millions de dollars au total, soit à peu près le chiffre de la production d'or de 1939.

On n'a guère de renseignements nouveaux sur les quantités d'or absorbées par les arts et l'industrie. Aux Etats-Unis, la demande d'or pour les usages industriels a certainement augmenté, mais elle est toujours largement couverte par la récupération provenant de déchets, de pièces de monnaie, etc. Le chiffre net de la consommation industrielle de l'or a été probablement peu élevé et peut avoir été réduit, dans certains pays, par les difficultés du temps de guerre.

Dans ces conditions, la valeur de l'or disponible pour des fins monétaires peut être estimée, pour 1939, au moins à 1.400 millions de dollars.

## 2. MOUVEMENTS D'OR.

Ce sont les Etats-Unis qui, de loin, ont été en 1939 les principaux bénéficiaires des expéditions d'or. Leur stock de métal jaune s'est accru de 3.132 millions de dollars, c'est-à-dire de plus du double du montant d'or nouveau disponible pour des fins monétaires durant l'année. Les encaisses-or déclarées par les banques centrales et les gouvernements ne font apparaître qu'en partie les mouvements qui ont eu lieu, mais elles constituent cependant une utile base d'analyse:

### Réserves d'or visibles (non compris les Fonds d'égalisation des changes)

Millions de dollars	Etats-Unis Stock d'or total	Royaume- Uni (or cédé par la Banque d'Angleterre)	Autres pays	Total des réserves d'or visibles <sup>1)</sup>
Fin de 1938 . . . . .	14.512	2.690	7.998	25.200
" " 1939 . . . . .	17.644	1	7.855	25.500
Différence . . . . .	+ 3.132	- 2.689	- 143	+ 300

#### Changements dans le stock d'or des Etats-Unis:

Partie de l'or monétaire nouveau<sup>2)</sup> . . . \$1.200 millions  
(chiffre estimatif)

Autres gains d'or des Etats-Unis . . . \$1.900 millions  
(chiffre estimatif)

<sup>1)</sup> Dans ce total n'est compris ni l'or des Fonds d'égalisation, ni les réserves d'or de l'U.R.S.S. au sujet desquelles aucune information n'a été communiquée récemment.

<sup>2)</sup> 1.200 millions de dollars du montant d'or nouveau, soit environ 85 % du montant total, peuvent être considérés comme ayant été vendus, directement ou indirectement, aux Etats-Unis.

Bien que l'ensemble des stocks d'or des «autres pays» figurant dans ce tableau ait relativement peu changé au cours de 1939, quelques mouvements importants ont eu lieu dans un petit nombre de pays. La France a acquis de l'or durant l'année. Les statistiques relatives aux encaisses tant de la Banque de France que du Fonds de stabilisation des changes et qui vont jusqu'à mai 1939 font ressortir, pour les cinq premiers mois de l'année, un accroissement de 285 millions de dollars du total des réserves d'or, et les acquisitions se sont poursuivies jusqu'à une date avancée de l'année. En Europe, les réserves d'or de la Roumanie se sont également accrues de 19 millions de dollars provenant de la production nationale. Hors d'Europe, l'Argentine a accru ses réserves d'or de 35 millions de dollars, l'Afrique du Sud de 29 millions de dollars, le Canada de 22 millions de dollars et Java de 10 millions de dollars; ces augmentations traduisent une amélioration de leur balance commerciale qui,

pour l'Argentine et Java, s'est surtout produite dans le second semestre de l'année. La Banque du Canada indique, dans son Rapport annuel, qu'elle a augmenté ses réserves d'or et de devises en partie afin de posséder une réserve liquide appropriée aux engagements croissants qui résultent de l'augmentation de sa circulation de billets et du volume de ses dépôts, et en partie parce que,

Réserves d'or visibles	Fin de 1937	Fin de 1938 <sup>1)</sup>	Diminution (-) Augmentation (+) pendant 1938	Fin de 1939 <sup>2)</sup>	Diminution (-) Augmentation (+) pendant 1939
Millions de dollars (à 35 dollars l'once de fin)					
<b>Groupe 1:</b>					
Etats-Unis d'Amérique <sup>3)</sup>	12.760	14.512	+ 1.752	17.644	+ 3.132
France <sup>4)</sup>	2.564	2.435	- 129	2.714	+ 279
Argentine	469	431	- 38	466	+ 35
Afrique du Sud	189	220	+ 31	249	+ 29
Canada	184	192	+ 8	214	+ 22
Roumanie	120	133	+ 13	152	+ 19
Java	79	80	+ 1	90	+ 10
Bresil	32	32	0	38	+ 6
Mexique	24	29	+ 5	32	+ 3
Yougoslavie	51	57	+ 6	59	+ 2
Finlande	27	25	- 2	27	+ 2
Grèce	24	27	+ 3	28	+ 1
<b>Total</b>	<b>16.523</b>	<b>18.173</b>	<b>+ 1.650</b>	<b>21.713</b>	<b>+ 3.540</b>
<b>Groupe 2:</b>					
Bulgarie	24	24	0	24	0
Chili	30	30	0	30	0
Danemark	53	53	0	53	0
Egypte	55	55	0	55	0
Estonie	15	15	0	15	0
Inde Britannique	274	274	0	274	0
Japon	261	164	- 97	164	0
Lithuanie	13	11	- 2	11	0
Nouvelle-Zélande	23	23	0	23	0
Norvège	82	94	+ 12	94	0
Pologne	83	85	+ 2	85 <sup>5)</sup>	0
Portugal	69	69	0	69	0
Turquie	29	29	0	29	0
<b>Total</b>	<b>1.011</b>	<b>926</b>	<b>- 85</b>	<b>926</b>	<b>0</b>
<b>Groupe 3:</b>					
Pérou	20	20	0	19	- 1
Uruguay	74	69	- 5	68	- 1
Allemagne	48	45	- 3	43	- 2
Colombie	16	24	+ 8	21	- 3
Lettonie	15	17	+ 2	13	- 4
Hongrie	25	37	+ 12	24	- 13
Suède	244	321	+ 77	308	- 13
Belgique <sup>6)</sup>	758	728	- 30	714	- 14
Tchéco-Slovaquie	92	83	- 9	56 <sup>7)</sup>	- 27
Italie	210	193	- 17	144	- 49
Suisse	648	699	+ 51	547	- 152
Pays-Bas	930	995	+ 65	690	- 305
Royaume-Uni <sup>8)</sup>	2.689	2.690	+ 1	1	- 2.689
<b>Total</b>	<b>5.769</b>	<b>5.921</b>	<b>+ 152</b>	<b>2.648</b>	<b>- 3.273</b>
<b>Total général<sup>9)</sup></b>	<b>23.450</b>	<b>25.200</b>	<b>+ 1.750</b>	<b>25.500</b>	<b>+ 300</b>

1) Evaluation partielle.

2) Non compris l'or du Fonds de stabilisation: \$ 80 millions en décembre 1938 et \$ 164 millions en septembre 1939.

3) Non compris l'or du Fonds de stabilisation des changes, c'est-à-dire \$ 331 millions en décembre 1938 et \$ 477 millions en mai 1939 (derniers chiffres connus).

4) Derniers chiffres publiés.

5) Non compris l'or de la Trésorerie: \$ 81 millions en décembre 1937, \$ 44 millions en décembre 1938 et \$ 17 millions en décembre 1939.

6) En 1939, Bohême et Moravie.

7) Non compris le Fonds d'égalisation des changes: en septembre 1937, \$ 1.395 millions et en septembre 1938, \$ 759 millions. En septembre 1939, \$ 1.162 millions ont été transférés de la Banque d'Angleterre au Fonds.

8) Estimation partielle comprenant également d'autres pays (mais ni l'U. R. S. S. ni l'Espagne).

en cas de guerre, la Banque aurait besoin de tout le surcroît de ressources étrangères qu'elle aurait pu accumuler. Un grand nombre de pays (comme on peut s'en rendre compte d'après le tableau de la page 86) ont indiqué exactement les mêmes réserves d'or à la fin de 1939 qu'à la fin de 1938. Quelques pays devaient, sans aucun doute, posséder de l'or en dehors des réserves indiquées par eux; il a dû se produire, dans ces avoirs invisibles, des changements qui se sont probablement soldés, en fin d'année, par une perte de métal jaune.

C'est aux Pays-Bas — le Royaume-Uni mis à part — qu'est intervenue la plus forte diminution des réserves d'or des banques centrales; les réserves de la Nederlandsche Bank ont baissé de près d'un tiers, de 995 millions de dollars à la fin de 1938 à 690 millions de dollars à la fin de 1939. Il est vraisemblable que le Fonds d'égalisation des changes a également perdu de l'or au cours de l'année, mais le montant n'en est pas indiqué. Ces pertes d'or sont essentiellement dues à des exportations de capitaux aussi bien étrangers que néerlandais. L'excédent des importations de marchandises a augmenté de 175 millions de florins (soit 93 millions de dollars) de 1938 à 1939, tandis que les pertes de recettes imputables à la diminution du commerce de transit ont été compensées dans une certaine mesure par une augmentation des bénéfices provenant des Indes Néerlandaises. La Suisse a également perdu de l'or en 1939. Les réserves de la Banque Nationale Suisse ont diminué de 152 millions de dollars, mais cette banque a augmenté de 18 millions de dollars ses réserves de devises étrangères tandis que le Fonds d'égalisation des changes a utilisé une partie de ses avoirs d'or. Au printemps de 1939, des capitaux considérables, surtout étrangers, ont été retirés du marché suisse; en outre, l'excédent des importations s'est accru pendant l'automne de 290 millions de francs suisses (soit 65 millions de dollars) par rapport au montant correspondant de l'année précédente, et ceci constitue, avec la forte baisse des recettes du trafic touristique, d'importantes causes supplémentaires de pertes d'or. Les réserves d'or de la Suède, qui s'accroissaient depuis 1933, ont diminué de 13 millions de dollars en 1939; en outre, la Riksbank a prélevé 122 millions de dollars sur ses réserves de devises pour effectuer des paiements à l'étranger. La perte nette d'or et de devises s'est élevée à 565 millions de couronnes suédoises. Elle est due tant à un gonflement de l'excédent des importations — qui est passé de 238 millions de couronnes suédoises en 1938 à 610 millions en 1939 — qu'à des exportations de capitaux (montant net des achats de titres effectués à l'étranger et des fonds retirés des banques suédoises) et, enfin, à une augmentation des paiements au comptant pour des importations qui bénéficiaient régulièrement,

dans le passé, d'octroi de crédits. La balance des paiements suédoise, qui accusa un excédent de 48 millions de couronnes suédoises en 1938, se serait soldée par un déficit qu'on évalue à 250 ou 350 millions de couronnes suédoises en 1939.

Les Pays-Bas, la Suisse et la Suède, tous trois pays créanciers, possédaient, au début de 1939, un chiffre exceptionnel de réserves monétaires qui leur a permis de faire face à d'importantes sorties de capitaux et de régler, notamment au cours du dernier trimestre de l'année, des excédents d'importation accrus. Les Pays-Bas et la Suisse n'avaient pas introduit de restrictions de change, tandis que la Suède a réglementé d'abord les transactions sur titres, puis les changes durant l'hiver de 1939/1940. Les étrangers qui possèdent des avoirs en Suède peuvent en disposer librement, mais le chiffre actuel de ces avoirs n'est plus considérable.

En Italie, l'encaisse-or de la Banca d'Italia, en perte de 49 millions de dollars, s'établissait à l'équivalent de 144 millions de dollars à la fin de 1939. Si l'excédent d'importation a été ramené de 2,9 milliards de lire en 1938 à 1,5 milliard en 1939, les autres postes de la balance des paiements, et surtout les recettes du trafic touristique, ont beaucoup fléchi. La Banque Nationale de Bohême et Moravie accuse également pour 1939 une perte d'or équivalant à 27 millions de dollars. Malgré des fluctuations considérables, particulièrement au début de l'année, les réserves d'or de la Banque Nationale de Belgique n'ont été réduites que de 14 millions de dollars; les avoirs d'or du Trésor belge ont diminué d'un montant net de 27 millions de dollars.

L'ensemble des « autres pays » figurant dans le tableau de la page 85 ont enregistré une perte nette de 143 millions de dollars sur leurs avoirs déclarés. Si l'on tient compte des pertes subies par les Fonds d'égénéralisation des changes et les autres réserves non révélées, la perte d'or totale subie par les « autres pays » dépasse largement le chiffre donné ci-dessus.

Mais les principaux mouvements d'or qui se produisirent en 1939 ont concerné le marché de Londres. Les données les plus récentes afférentes à l'ensemble des réserves d'or du Royaume-Uni se rapportent à la situation à fin mars 1939 et permettent ainsi d'indiquer les changements intervenus au cours du semestre qui a commencé à la fin du mois de septembre 1938.

La baisse de 46,4 millions d'onces de fin dans les réserves d'or de la Banque d'Angleterre résulte du transfert de 47,1 millions d'onces de la Banque au Fonds d'égénéralisation en date du 6 janvier 1939 et du rachat de 0,7 million d'onces le 1er mars 1939. La diminution accusée par l'encaisse globale de la Banque et

Royaume-Uni. Montant total des réserves d'or	Banque d'Angleterre	Fonds d'égalisation des changes	Total
Millions d'onces d'or fin			
30 septembre 1938 .	76,8	21,7	98,5
31 mars 1939 . .	30,4	49,5	79,9
Différence	- 46,4	+ 27,8	- 18,6
Millions de £ (à 148 sh. l'once*)			
30 septembre 1938 .	568	160	729
31 mars 1939 . .	225	366	591
Différence	- 343	+ 206	- 138
Millions de \$ (à \$ 35 l'once)			
30 septembre 1938 .	2.690	759	3.449
31 mars 1939 . .	1.066	1.732	2.796
Différence	- 1.624	+ 973	- 653

\* Prix moyen de l'or à Londres d'octobre 1938 à mars 1939.

1938 et le premier trimestre de 1939. Après l'ouverture des hostilités, le chancelier de l'Echiquier fit connaître, le 6 septembre, qu'afin de concentrer toutes les ressources financières de l'Etat en une seule masse la Trésorerie et la Banque d'Angleterre étaient convenues que, exception faite d'un montant nominal, la totalité de l'or en possession du département des émissions serait transférée au Fonds d'égalisation des changes. Il n'a pas été publié de situation du Fonds à la fin de septembre 1939, les dernières statistiques relatives aux réserves globales de la Banque et du Fonds sont donc celles qui concernent la fin de mars 1939. A cette date, ces réserves s'élevaient à 591 millions de livres sterling au cours de 148 shillings l'once ou, en dollars, à 2.796 millions.

Pour les mouvements qui ont eu lieu au cours des neuf mois allant d'avril à décembre 1939, on peut se reporter aux statistiques du commerce des Etats-Unis qui indiquent que les importations nettes d'or en provenance du Royaume-Uni s'élèvent à 1.359 millions de dollars. Ce chiffre comprend toutefois de l'or provenant d'autres sources que les réserves monétaires britanniques: entre autres, environ 200 millions de dollars d'or expédié de l'Afrique du Sud ainsi que de l'or envoyé par d'autres pays via Londres. Les envois de l'Afrique du Sud ont été suspendus en septembre 1938 lorsque les autorités britanniques ont commencé à mettre de l'or sous dossier auprès de la Banque de Réserve de l'Afrique du Sud, mais les envois ont été repris au printemps de 1939, sensiblement au même rythme que par le passé. Dans les statistiques d'importation des Etats-Unis figure également de l'or qui avait été mis en sûreté à Londres ou qui avait été acheté sur le marché de Londres et conservé dans cette ville pour le

du Fonds d'égalisation fait apparaître une perte nette de 18,6 millions d'onces d'or fin ou de 138 millions de livres sterling au prix moyen de l'or pendant cette période équivalant à 653 millions de dollars. A en juger par les statistiques commerciales des importations et des exportations d'or, cette perte semble s'être répartie assez également entre le dernier trimestre de

compte de banques ou de particuliers étrangers et qui, en fin de compte, avait été soit expédié directement aux Etats-Unis en 1939, soit vendu sur le marché de Londres contre d'autres monnaies, toutes opérations entraînant des sorties de métal jaune. Etant donné l'excédent considérable des importations nettes d'or en Grande-Bretagne, en sus des stocks détenus par le Fonds d'égalisation des changes, et les gains enregistrés par l'encaisse de la Banque d'Angleterre ces dernières années, on peut estimer que, en mars 1939, l'or gardé sous dossier pour le compte des banques centrales ou des particuliers s'élevait à Londres à environ 300 millions de livres sterling. On ne possède aucune information sur les changements qui ont affecté la quantité d'or gardé sous dossier à Londres. En ce qui concerne les stocks d'or privés, l'Annual Bullion Review de Samuel Montagu & Co. de 1939 rapporte qu'une certaine inquiétude s'est répandue parmi les propriétaires d'or, notamment vers la fin de mars. De grandes quantités de métal jaune ont été converties en dollars et d'importantes reventes d'or ont été effectuées sur le marché pour le compte du continent. La même tendance a persisté au mois d'avril et s'est manifestée encore durant la dernière semaine d'août 1939. Le 24 août, le prix en sterling de l'or, qui était de 148 sh. 5d., accusait une moins-value d'un demi-pence par rapport à la parité de change du dollar et cela pour la première fois depuis le mois de mai précédent; les autorités achetèrent alors une forte partie de l'or disponible sur le marché. Durant l'année, l'or donna lieu, à plusieurs reprises, à des achats pour des fins de thésaurisation (à la fin de juin, par exemple, certains détenteurs de dollars étaient désireux de les échanger contre de l'or, car ils craignaient que le Président des Etats-Unis d'Amérique n'exerçât avant le 1<sup>er</sup> juillet sa faculté de dévaluation). Il ne saurait y avoir de doute, néanmoins, qu'en dernière analyse une partie appréciable de l'or se trouvant sur le marché de Londres et appartenant à des particuliers a été vendue et rendue disponible pour l'exportation.

Au surplus, une certaine proportion de l'or que le Fonds d'égalisation des changes avait expédié de Londres, a été remplacée par de l'or «*earmarked*» qui s'accumulait au Canada et aux Indes. On estime qu'au début de septembre 1939, l'or sous dossier, reposant dans les caves de la Banque du Canada — et qui, toutefois, n'était pas britannique dans son intégralité — s'élevait à environ 700 millions de dollars. Bien que les autorités britanniques aient, dès avant la fin de l'année, expédié une partie considérable de cet or à New-York, pour qu'il y soit converti en dollars, il est vraisemblable que la proportion des réserves britanniques conservée à l'étranger a augmenté au cours de l'année.

Les fluctuations qu'ont subies l'or placé sous dossier et les avoirs privés ne permettent pas de se rendre compte facilement, d'après les statistiques douanières, des changements intervenus dans le chiffre net des réserves, mais il apparaît probable qu'un prélèvement, d'un milliard de dollars peut-être, a été



opéré en 1939 sur les réserves britanniques. Cette perte d'or n'est attribuable que dans une faible mesure à l'accroissement du déficit de la balance des paiements (l'excédent d'importations n'a augmenté que de 14 millions de livres sterling de 1938 à 1939) et elle doit provenir, en grande partie, de divers mouvements de capitaux. Divers paiements ont bien été effectués d'avance à des fabricants d'avions et d'autres matériels de guerre des Etats-Unis afin de leur permettre de développer leurs moyens de production; d'autre part, la règle «cash and carry» a entraîné une augmentation du chiffre des importations réglées au comptant, mais ces modifications n'ont affecté que le dernier trimestre de l'année. Jusqu'au mois de septembre 1939, les exportations d'or ont été surtout la contre-partie de sorties de fonds continues du marché de Londres. Après la mise en vigueur de restrictions de change en septembre 1939, les personnes qui ne résident pas au Royaume-Uni ont conservé la faculté de vendre leurs avoirs en livres sterling, mais seulement sur le marché libre.

En avril 1940, des accords ont été conclus pour l'achat direct, par la Banque d'Angleterre agissant au nom de la Trésorerie britannique, de toute la production d'or des mines sud-africaines pendant la guerre. Celles-ci, comme par le passé, vendent leur production à la Banque de Réserve pour le compte du gouvernement de l'Afrique du Sud. La Banque d'Angleterre prend maintenant livraison de l'or en Afrique du Sud et elle l'achète au prix officiel plein de 168 shillings l'once, épargnant ainsi aux autorités de l'Afrique du Sud les frais de transport.

Quant aux Etats-Unis, le tableau ci-après indique les principaux mouvements qui y ont eu lieu en 1939.

Modifications du stock d'or des Etats-Unis, en millions de dollars			
Importations nettes. .	3.574	Augmentation des stocks d'or monétaire	3.132
Production nationale.	160	Augmentation nette de l'or sous dossier pour compte étranger . .	534
Total . .	3.734	Total . .	3.666

On ne saurait s'attendre à ce que les totaux ci-contre coïncident parfaitement, car il se peut que de l'or nouveau ait été utilisé à des fins industrielles. A la fin de 1939, l'or

placé sous dossier auprès des banques de Réserve fédérale, pour compte étranger, s'élevait à 1.163 millions de dollars. A la même époque, les avoirs en dollars des banques centrales pouvaient atteindre 500 millions de dollars, et le total des ressources placées auprès des banques de Réserve fédérale pour le compte d'autorités monétaires étrangères se montait donc au chiffre élevé d'environ 1.660 millions de dollars.

Sur le montant d'or importé, acquis en 1939 par la Trésorerie des Etats-Unis et qu'on peut estimer à 3 milliards de dollars en chiffre rond, 727 millions de dollars correspondent à un excédent de la balance des paiements; quant au reste, les mouvements de capitaux dont la Trésorerie des Etats-Unis a rendu compte font ressortir une entrée de 1.114 millions de dollars, tandis que, dans les évaluations relatives à la balance des paiements, 1.151 millions de dollars figurent au poste «divers» dont la nature n'est pas précisée. Il y a toutefois de bonnes raisons de supposer que ce dernier chiffre résulte en majeure partie de diverses transactions sur des capitaux, d'où l'on peut conclure alors que le total des capitaux entrés aux Etats-Unis est voisin de 2 milliards de dollars.

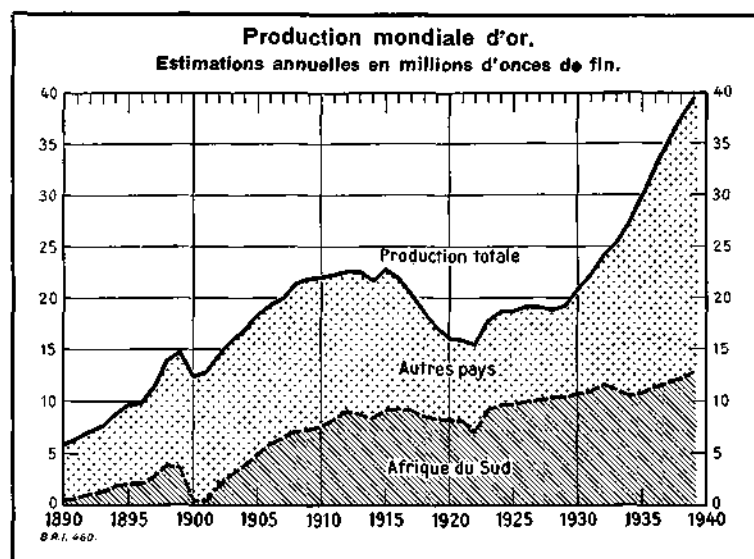
Au cours des six années allant du début de 1934 à la fin de 1939, le stock d'or monétaire des Etats-Unis a passé de 4 milliards de dollars, chiffre autour duquel il oscillait depuis la fin de 1924, à 17,6 milliards de dollars à la fin de 1939. Sur cette augmentation, 2,8 milliards de dollars proviennent d'une réévaluation et 0,2 milliard d'une addition faite au programme d'achat de l'or avant la réévaluation, tandis que 10,6 milliards de dollars résultent d'importations ou proviennent de sources intérieures. La plus grande partie de l'or nouvellement acquis (pas moins de 9,7 milliards de dollars) a été importée et on a, en outre, acheté à l'étranger un montant d'argent de 1 milliard de dollars. Moins d'un quart des importations totales d'or et d'argent sert de contre-partie à un excédent de la balance des paiements et a été acquis, par conséquent, en paiement de marchandises et de services vendus à l'étranger en excédent des marchandises et des services achetés à l'étranger. Sur le reste, plus de 5 milliards de dollars correspondent à des entrées de capitaux connues aux Etats-Unis, tandis que plus de 3 milliards de dollars proviennent de transactions non identifiées et qui ont consisté surtout en mouvements de capitaux.

L'afflux continu d'or aux Etats-Unis a progressivement abouti à un déséquilibre dans la répartition de l'or monétaire du monde. Les Etats-Unis détenaient 30 % du total des réserves d'or en 1934, et environ 60 % à la fin de 1939. Mais il ne faut pas perdre de vue que les autres pays possèdent environ 10 milliards de dollars d'or, soit l'équivalent de 280 millions d'onces, alors que les réserves d'or de leurs banques centrales s'élevaient en 1913 à 140 millions d'onces, soit à un peu moins de 3 milliards de dollars au cours pratiqué alors. L'augmentation considérable des réserves d'or de nombreux pays, par rapport à la période d'avant 1914, s'est avérée utile en ce sens qu'elle permet de faire face à des mouvements de fonds considérables et souvent désordonnés dans le monde actuel; pour diverses raisons, en effet (dont la moindre n'est pas l'accroissement des dettes publiques), la partie liquide de la fortune nationale a prodigieusement augmenté, de sorte que les capitaux peuvent être plus facilement monnayés et transférés d'un pays à un autre. Il semble que,

les restrictions de change mises à part, d'importantes réserves d'or aient constitué le seul moyen de résoudre ce problème de liquidité internationale. A cet égard, l'accroissement de la production courante d'or a beaucoup facilité le

fonctionnement du mécanisme monétaire.

Il est intéressant de constater le ralentissement intervenu dans la production mondiale d'or à partir de 1915, sous l'influence de la hausse des prix de revient et des prix des marchandises qu'avait déterminée la guerre de



1914—1918. L'augmentation de la production d'or, postérieurement à 1929, a, au contraire, été liée d'abord à une baisse des prix, puis, à partir de 1931, à une dépréciation des monnaies et à une hausse consécutive du prix de l'or, qui a rendu la production de ce métal plus rémunératrice et a permis en particulier l'utilisation de minerais moins riches. Nul ne sait encore, bien entendu, si la guerre actuelle aura pour effet d'accroître les prix de revient et de freiner ainsi la production.

En 1929, la valeur du métal jaune produit dans le monde entier, calculée au prix de 20,67 dollars l'once, s'élevait à 397 millions de dollars et, en 1939, au prix de 35 dollars l'once, à 1.382 millions de dollars. Cependant, le prix des marchandises aux Etats-Unis était, en 1939, d'environ 20% inférieur au niveau de 1929, à peine plus élevé même qu'en 1934, lorsque l'or commença d'affluer aux Etats-Unis. Comment se fait-il alors que le prodigieux accroissement de la quantité et plus encore de la valeur des nouveaux stocks d'or n'ait pas déterminé une augmentation du prix des marchandises? Comme l'or nouvellement produit a été, depuis 1934, principalement absorbé par les Etats-Unis, le problème qui se pose à cet égard procède essentiellement de l'état de choses existant en Amérique.

La production nouvelle d'or n'affecte manifestement les prix que dans la mesure où elle provoque, directement ou indirectement, une augmentation de la demande réelle de marchandises. Elle peut le faire directement en relevant le pouvoir d'achat, ce qui arrive lorsque les centres producteurs d'or vendent leur

production courante aux autorités monétaires du pays ou de l'étranger. Les importations de marchandises de l'Union Sud-Africaine ont passé de 53 millions de livres en 1931 à 91 millions de livres en 1939, or, elles étaient payées principalement par l'or extrait des mines. On devrait s'attendre, normalement, à ce que l'or qui a servi au paiement des importations des pays producteurs de métal jaune réapparaisse dans la balance des paiements d'autres pays comme contre-partie d'un excédent des postes courants (puisque, aussi bien, c'est avec de l'or que se règlent les livraisons de marchandises et les services). Si l'on considère que, de 1934 à 1939, les Etats-Unis ont absorbé de beaucoup la plus grande partie de l'or nouvellement extrait, il est assez surprenant de constater que l'excédent de la balance des paiements n'a atteint qu'un tiers environ des 6,1 milliards de dollars de métal jaune nouvellement produit arrivés directement ou indirectement aux Etats-Unis, les deux autres tiers ayant servi de contre-partie partielle aux afflux de capitaux. Il est intéressant de se demander comment il se fait qu'une aussi forte proportion de l'or nouveau ait servi de véhicule aux mouvements de capitaux. Le fait pourrait s'expliquer, au moins en partie, par le jeu des relations « triangulaires » ci-après : au cours des années 1934—1939, de nombreux pays débiteurs ont enregistré, dans leur balance des paiements, des excédents substantiels au moyen desquels ils auraient pu se procurer de l'or. Mais un grand nombre de ces pays, soit que cette solution leur agréât davantage, soit qu'elle s'imposât à eux, remboursèrent des dettes extérieures ou firent l'acquisition d'avoirs étrangers. En conséquence, le courant d'or fut détourné vers les pays créanciers qui reçurent le métal jaune en contre-partie de tel ou tel élément de leur compte capital. Et même si ces dettes étaient remboursées tout d'abord sur le marché de Londres, par exemple, l'or pouvait encore être acheminé aux Etats-Unis ; il suffisait pour cela que des particuliers ou des firmes britanniques qui ne trouvaient pas de débouchés pour de nouveaux placements dans des régions d'outre-mer en développement, achètent des valeurs américaines ou constituent des avoirs en dollars de montants équivalant à ceux qui avaient été remboursés à Londres. C'est ainsi que la Finlande préleva sur les excédents des postes courants de sa balance des paiements de quoi ramener ses dettes extérieures de 9 milliards de marks finlandais en 1931 à moins de 1 milliard en 1938. Ce genre de mouvement est encore plus facile à suivre lorsqu'il s'agit du Canada qui offre l'exemple d'un pays producteur d'or éminemment capable de rembourser ses dettes extérieures. Au cours des quatre années 1936 à 1939, le Canada a réduit de 493 millions de dollars le montant de ses obligations qui pouvaient, au gré du porteur, être présentées au paiement à New-York. Or, durant la même période, l'excédent net de sa balance des paiements dépassait 600 millions de dollars tandis que ses exportations nettes de métal jaune nouvellement extrait atteignaient

623 millions de dollars. L'on pourrait citer d'autres cas encore (par exemple celui de l'Argentine) de ces remboursements qui doivent se monter à un chiffre global substantiel.

Le fait que des pays débiteurs ont remboursé une large part de leurs engagements extérieurs et que, pour cette raison ou pour d'autres, les Etats-Unis d'Amérique ont reçu une proportion si forte de l'or nouveau à titre de contre-partie de mouvements de capitaux, contribue à expliquer, semble-t-il, l'absence de toute hausse soutenue des prix. Les capitaux envoyés aux Etats-Unis n'étaient pas destinés à financer de nouvelles entreprises industrielles ou commerciales pour lesquelles les ressources du marché national des capitaux étaient insuffisantes et c'est par quoi ces transferts se différenciaient d'investissements étrangers antérieurs comme ceux, par exemple, dont avaient bénéficié les chemins de fer américains avant 1900. L'on n'utilisait plus, dans les conditions qui prédominaient alors, de capitaux étrangers pour de telles fins. On estime, d'une façon générale, que de 1934 à 1939 les capitaux accumulés par le pays n'ont été que partiellement employés, comme le montre la faible quantité de fonds investis dans des constructions d'usines et dans l'outillage. Mais si les Etats-Unis n'arrivent pas à utiliser l'intégralité de leurs propres épargnes, soit sur leur propre marché, soit dans des investissements extérieurs, ils seront encore bien moins en mesure d'employer les capitaux qui leur parviennent de l'étranger. Les fonds qui entrent sous forme d'envois d'or sont donc généralement destinés à rester oisifs, ce qui revient à dire qu'ils ne seront pas transformés en un pouvoir d'achat actif. Si cela est vrai de la majeure partie de l'or provenant de la production courante, cela doit l'être aussi des 3,1 milliards de dollars que les autres pays ont envoyés aux Etats-Unis sur les réserves de leurs banques centrales, car cet or a été transféré en raison surtout d'un exode de capitaux et il est pour la plupart conservé sous forme d'avoirs en banque. L'or n'a pas par lui-même d'influence occulte sur les prix. Ce n'est que lorsque l'offre détermine une augmentation du pouvoir d'achat actif que l'on peut s'attendre à voir varier le niveau des prix. Etant donné le caractère que revêt l'afflux d'or aux Etats-Unis, il apparaît clairement que ce sont principalement les obstacles qui s'opposent à une reprise des investissements privés pour la construction de logements et pour d'autres fins qui ont empêché les entrées d'or d'influencer le niveau des prix.

Ces faits, exposés d'une façon brève et quelque peu sommaire, s'opposent à l'expérience du passé. Avant 1914, on considérait comme acquis qu'il existe en temps normal une demande active de crédits et que les institutions de crédit prêtent autant que leurs ressources le leur permettent. Que les apports d'or proviennent de la production nouvelle ou qu'ils résultent de transferts de capitaux, peu importait à cette époque, puisqu'ils étaient, en général, entièrement

employés à grossir le volume du crédit actif. Compte tenu d'un certain décalage dans le temps, on pouvait être certain que les modifications des stocks d'or, base reconnue du crédit, se répercuteraient ensuite sur les prix. La disparition des demandes de crédit, trait si caractéristique, au cours de ces dernières années, de l'évolution des affaires aux Etats-Unis comme dans un grand nombre d'autres pays, a provisoirement supprimé l'un des maillons de la chaîne par laquelle l'or influence les prix.

Ce sont surtout les conditions existant en Amérique que l'on a eues en vue dans ce qui précède. Mais l'on peut relever des tendances analogues dans les autres pays qui ont acquis de l'or. Depuis quelques années, l'Angleterre enregistrait un déficit dans sa balance des paiements car l'or qu'elle importait provenait de mouvements de capitaux en grande partie à court terme. Les fonds qui arrivaient en Angleterre pouvaient en être retirés moyennant de très courts préavis et c'est pour cette raison que l'or importé a été pour une large part « stérilisé » par l'intervention du Fonds d'égalisation des changes. En Suisse, le Fonds d'égalisation créé en 1936 a été doté par prélèvement sur les bénéfices réalisés lors de la réévaluation de l'encaisse-or de la Banque nationale et n'a pas servi à stériliser l'or qui arrivait. Grâce aux arrivées de fonds, surtout étrangers, et par conséquent aussi aux arrivées d'or, les banques commerciales disposèrent, à partir de l'automne de 1936, d'avoirs importants auprès de la Banque nationale. Ces avoirs n'ont toutefois joué qu'un rôle assez minime dans la structure du crédit de la Suisse car les banques ont suivi une politique extrêmement prudente qui revenait en fait à une espèce de « stérilisation volontaire ». On ne saurait s'étonner, dans ces conditions, que l'accroissement des approvisionnements d'or nouveau n'ait pas amené une hausse du prix des marchandises.

Il se pourrait toutefois qu'un certain changement fût intervenu depuis le mois de septembre 1939 dans les forces en jeu. L'or qui est envoyé maintenant aux Etats-Unis sert surtout à acheter des marchandises pour l'exportation, tandis que les mouvements de capitaux sont arrêtés par les restrictions de change. On peut donc s'attendre à ce que l'or qui entre, augmente de plus en plus le pouvoir d'achat actif. Telle est cependant l'ampleur du marché américain que cette augmentation, capable sans doute d'avoir un effet stimulant, ne pourra guère, en revanche, modifier la tendance générale du prix des marchandises aux Etats-Unis. Le volume des investissements privés doit continuer à retenir l'attention et il convient de tenir compte également des très nombreuses possibilités d'augmenter l'offre des marchandises en utilisant plus complètement la capacité de production des matières premières et des articles industriels. Quoi qu'il en soit, la question de l'influence que pourront exercer les mouvements d'or sur le prix des marchandises a quelque peu changé d'aspect depuis que les fonds procurés par les entrées d'or sont réellement dépensés.

Dans une certaine mesure, les réserves d'or constituées par les divers pays peuvent être considérées comme des avoirs constamment disponibles pour des règlements urgents à l'étranger. Il est donc naturel que les gouvernements aient eu de plus en plus recours aux banques centrales pour faire face à leurs besoins de devises étrangères. Dans plusieurs pays, ces banques ont fourni directement à l'Etat les devises nécessaires pour payer des importations extraordinaires — importations d'armements par exemple — en considérant que ce genre de crédit n'augmentait pas le pouvoir d'achat disponible sur le marché intérieur. Même lorsqu'il n'a pas été établi de lien aussi direct entre les paiements à l'étranger et les avances des banques centrales à l'Etat, il est vraisemblable que ces crédits trouveront une large contre-partie de fait dans des remises de devises étrangères destinées à des usages officiels. Tel pourrait être le cas lorsque des « bénéfices de réévaluation » sont versés à l'Etat comme cela s'est fait en Suisse. L'encaisse-or de la Banque nationale a été réévaluée en 1936 à un cours qui comportait une dépréciation de 25 % du franc et l'opération a donné un « bénéfice » comptable de 538,6 millions de francs suisses que divers ajustements de détails ont ramené à 533,4 millions à la fin de 1939. Sur cette somme, 325 millions de francs suisses ont été attribués à la Confédération — au titre du Fonds d'égalisation des changes — (75 millions de francs suisses en 1939 et 250 millions en 1940) et 150 millions de francs suisses aux cantons (moitié en 1939 et moitié en 1940). Les montants perçus par l'Etat sur les « bénéfices de réévaluation » peuvent être affectés aux dépenses courantes sans qu'il y ait lieu de distinguer entre les paiements intérieurs et les paiements extérieurs. En réalité, des sommes considérables en devises étrangères prélevées sur les réserves de la Banque nationale ont été utilisées au règlement d'excédents d'importations, et c'est un fait à ne pas perdre de vue lorsqu'on examine les effets de ce surcroît de capacité de dépense obtenu en recourant à la banque centrale.

Dans le passé, les grandes guerres ont invariablement été des périodes d'importants mouvements de prix, en raison d'intensives demandes de l'Etat pour des approvisionnements de guerre, de la rareté croissante des marchandises, de l'utilisation de réserves accumulées en espèces et en monnaie, et en raison enfin d'un recours plus ou moins direct à un financement de tendance inflationniste. Les systèmes monétaires se sont trouvés soumis à de fortes tensions et les pays correspondants n'ont généralement pas été en mesure d'éviter une dépréciation de leur monnaie par rapport à l'or (ou par rapport à l'argent). De notables différences se sont toutefois produites au cours du dernier siècle et demi. Pendant les guerres napoléoniennes, la monnaie française, lorsque l'ordre fut rétabli dans une certaine mesure en 1796, après la débâcle des assignats, conserva une parité métallique constante malgré des hostilités de près de vingt années.

En Angleterre, d'un autre côté, les paiements en or ont été suspendus en 1797 et, en 1814, la prime moyenne sur l'or était d'environ 35 % alors que les prix des marchandises s'étaient élevés d'environ 75 % au-dessus du niveau de 1790. A la fin des guerres, on mit en vigueur une politique d'ajustement qui permit de reprendre les paiements en or en 1821. La restauration de l'étalon-or à l'ancienne parité a été accomplie avec succès, mais les prix des marchandises continuèrent à baisser et, en 1826, ils étaient retombés à leur niveau de 1790.

Pendant la guerre de 1914—1918, les prix des marchandises montèrent à nouveau; le dollar des Etats-Unis conserva cette fois son ancienne parité-or pendant toute la guerre et la période d'après-guerre — le marché américain déterminant pour ainsi dire la valeur de l'or. L'inflation a été plus ou moins importante selon les pays, une quinzaine de monnaies environ ont pu toutefois être ultérieurement rattachées à l'or aux parités anciennes. Les prix des marchandises semblaient avoir été stabilisés à environ 50 % au-dessus de leurs niveaux de 1914 jusqu'au moment où commença la brusque baisse de 1929. Sous la répercussion des chutes de prix et de violents déplacements de fonds, il devint trop difficile de conserver les parités anciennes et, en 1936, la dernière des monnaies «libres» fut dépréciée. Ainsi, la restauration de l'étalon-or aux parités anciennes aboutit à un échec. Le double effet de la chute des niveaux de prix et de la dépréciation monétaire a eu la plus remarquable influence sur les prix calculés sur la base de l'or qui étaient tombés en 1939 à peu près à la moitié de ce qu'ils étaient dix ans auparavant. Ils atteignirent même un niveau inférieur d'au moins 10 % au niveau le plus bas enregistré pendant au moins 200 ans. Conformément à l'expérience ancienne, il semble naturel de s'attendre à ce que la guerre, ainsi que d'abondantes ressources en or, produisent une hausse prononcée des prix. Cependant, comme nous l'avons indiqué dans les pages précédentes, la situation est loin d'être simple, car la tendance des prix-or est plus que jamais déterminée par la capacité de production et par le volume des investissements dans les pays situés hors d'Europe, notamment aux Etats-Unis.



#### IV. MOUVEMENTS INTERNATIONAUX DES CAPITAUX.

Les mouvements de capitaux vers les Etats-Unis atteignirent leur plus grande ampleur en 1939 quand près de 2 milliards de dollars furent transférés de l'étranger; ces transferts, d'une manière générale, ne satisfaisaient pas plus les Etats-Unis que les pays qui perdaient les fonds. La France a été le seul autre pays dont l'économie nationale ait bénéficié d'un afflux appréciable de capitaux en 1939, mais, dans ce cas, le mouvement, essentiellement constitué par des rapatriements français, a largement contribué à raffermir la position financière précédemment affaiblie par des fuites de capitaux.

La guerre a eu pour effet d'aggraver les troubles du financement du commerce extérieur, malgré le bénéfice que les pays producteurs de matières premières ont retiré du paiement des importations effectué à l'avance, et ceci se trouve mis en évidence de manière frappante par l'accroissement des réserves en sterling de ceux de ces pays qui sont membres de l'Empire britannique. Les cours des obligations étrangères ont fortement fléchi pendant les trois premiers trimestres de l'année, mais les valeurs des pays producteurs de matières premières en particulier ont bénéficié d'une forte reprise. L'état actuel des choses a mis pratiquement fin aux opérations de prêts extérieurs, mais les déclarations des milieux autorisés montrent clairement qu'on étudie déjà la question du rôle que les crédits étrangers pourraient jouer pendant la période de reconstruction qui suivra la guerre.

En six ans, de 1934 à 1939, l'accroissement du stock d'or des Etats-Unis dû à des importations de métal jaune s'est monté à environ \$ 10 milliards, dont les quatre cinquièmes au moins correspondaient à un mouvement de capitaux d'une nature et d'une ampleur inconnues jusque là. Il est juste de dire que la liquidation de crédits extérieurs à court terme accordés pendant la période antérieure participe dans une certaine mesure à ce mouvement, mais son rôle est insignifiant comparé à la « crise internationale de la liquidité » de 1931/32. D'après les estimations qui ont été faites à cette époque à la Banque des Règlements Internationaux, le volume total des crédits extérieurs à court terme non remboursés, qui était environ de \$ 14 milliards en 1930, a été ramené à \$ 8 milliards à la fin de 1932. Cette vaste liquidation a surtout affecté les réserves des banques centrales et elle a été l'une des causes immédiates des dépréciations monétaires et de l'adoption des restrictions de change durant ces années. Mais sur les 10 milliards de dollars d'or envoyés aux Etats-Unis, 6 milliards provenaient des mines et 1 milliard de la déthésaurisation de l'Orient. Les 3

milliards restants venaient en majeure partie de celles des banques centrales qui, du moins ces dernières années, possédaient des réserves considérables, et ces sorties d'or n'eurent qu'un effet limité de déflation dans les pays d'où provenaient les capitaux.

Le tableau ci-après, établi d'après les renseignements publiés par le Département du Commerce des Etats-Unis et le Trésor des Etats-Unis, met en lumière la prépondérance des mouvements de capitaux dans la balance des paiements des Etats-Unis.

Balance des paiements des Etats-Unis 1934—1939.<sup>1)</sup>

Millions de dollars	Mouvements des capitaux					Commerce extérieur et services divers <sup>2)</sup>	Im- portations d'or (nettes)
	« déclarés »			« soldes », etc. <sup>1)</sup>	Total général		
	à long terme	à court terme	Total				
1934	194	192	386	456	842	375	1.132
1935	442	971	1.412	480	1.892	— 153	1.739
1936	792	404	1.196	161	1.357	— 327	1.117
1937	512	290	802	680	1.482	— 96	1.386
1938	76	293	369	469	838	802	1.640
1939	(— 2)	1.116	1.114	1.276	2.390	657	3.040
Total des 6 années	2.014	3.266	5.279	3.522	8.801	1.258	10.054

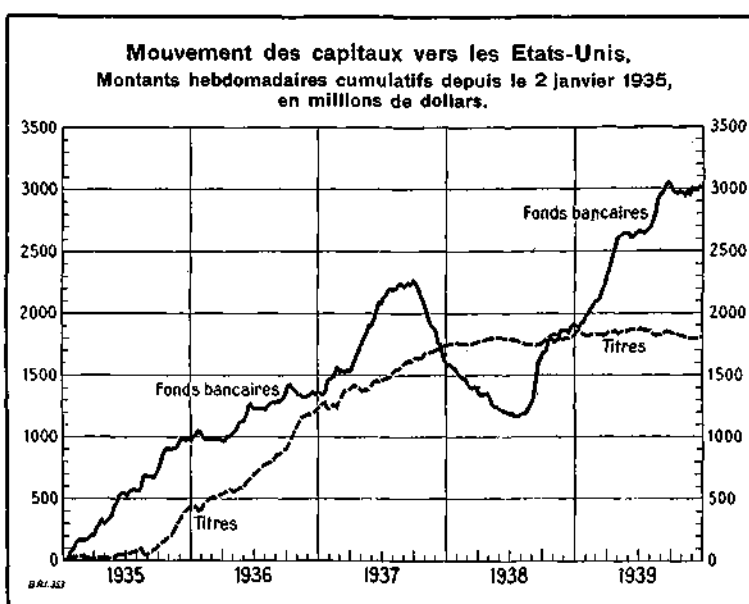
<sup>1)</sup> Y compris les importations et exportations de billets de banque et divers mouvements de capitaux.

<sup>2)</sup> Y compris l'argent.

Le poste du «solde» des comptes couvre sans aucun doute certaines erreurs et omissions portant sur la balance des paiements, les opérations non déclarées du Fonds de stabilisation, les différences dues aux retards, etc., mais celles-ci ne sont probablement que de faible importance et les soldes proviennent principalement des mouvements de capitaux qui échappent aux statistiques; en fait, sur une base mensuelle, le poste du «solde» des comptes accuse de larges fluctuations qui correspondent effectivement à l'ampleur des afflux de capitaux. Les «soldes» ont, pour cette raison, été incorporés au tableau comme partie des mouvements de capitaux afin de donner un aperçu plus étendu que ne pourraient le faire les seuls mouvements déclarés.

Mais, pour expliquer la cause profonde de ces vastes mouvements de capitaux, il faut faire une analyse de ceux qui sont «déclarés»: du total des mouvements de capitaux, soit approximativement \$ 8.800 millions, 60% environ ont été déclarés en moyenne pendant les six années en question — mais en 1938 et en 1939 plus de la moitié semble avoir échappé aux statistiques. Il est important, quand on examine les mouvements connus, de se rendre compte qu'il ne s'agit là que d'une fraction, fort considérable d'ailleurs, du total des mouvements.

D'après le tableau précédent, les capitaux dont l'entrée a été déclarée en 1939 se montent au total à 1.114 millions de dollars, mais le graphique indique



qu'un léger fléchissement s'est en réalité produit au cours des trois ou quatre derniers mois de l'année. Pendant les douze mois qui vont jusqu'en août 1939, les entrées déclarées ont atteint la somme de 1.800 millions de dollars qui est plus élevée que celles atteintes pendant toute autre période correspon-

dante. La moitié environ de ce total est entrée au cours des douze semaines pendant lesquelles la crise politique a été le plus grave: les quatre semaines de septembre 1938, cinq semaines en mars et avril 1939 et les trois dernières semaines d'août qui ont précédé l'ouverture des hostilités.

Le tableau suivant donne les principales catégories dans lesquelles on peut diviser les fractions connues du mouvement total depuis le moment où les chiffres du Trésor des Etats-Unis ont été publiés, c'est-à-dire depuis le début de 1935.

Mouvements de capitaux déclarés vers les Etats-Unis.

Millions de dollars	Diminution des fonds des banques américaines à l'étranger	Valeurs mobilières étrangères achetées par des étrangers	Afflux de fonds étrangers dans			Total de l'afflux enregistré
			des valeurs mobilières américaines	des comptes en dollars	Total	
1935	361	125	317	609	926	1.412
1936	70	191	601	334	935	1.196
1937	18	267	245	272	519	802
1938	29	27	49	264	313	369
1939	135	110	— 112	981	869	1.114
Total des cinq années	613	720	1.100	2.460	3.562	4.893

On peut diviser ces statistiques en quatre catégories principales:

1) Les fonds des banques américaines à l'étranger ont progressivement diminué pendant toute cette période. Plus des deux tiers du total sont investis dans

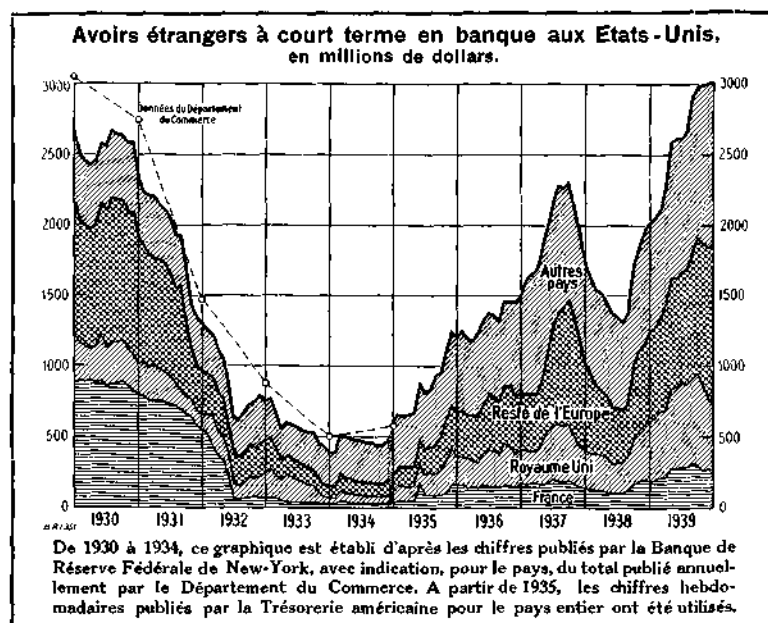
deux pays: une réduction de \$180 millions en Allemagne reflète le retrait des fonds bloqués au cours des cinq années, et \$ 250 millions ont été retirés d'Angleterre (dont \$ 200 millions en 1935, montant qui donne un aperçu du volume considérable des fonds de report («swap money») américains à Londres à la fin de 1934).

2) L'achat par des étrangers de valeurs mobilières a été fonction des liquidités en dollars disponibles à cette fin et, dans certains cas, des cours très bas que ces valeurs avaient atteints. Le Royaume-Uni en a racheté pour \$130 millions (en particulier entre 1935 et le milieu de 1937, lorsque la livre sterling a été généralement ferme par rapport au dollar) et l'Amérique latine pour \$180 millions (dont \$160 millions pendant l'année 1937, la meilleure de ces dernières années eu égard aux prix des matières premières). Alors que les bons des gouvernements du Royaume-Uni et de l'Argentine ont été rachetés au pair, le prix moyen des valeurs mobilières étrangères achetées par les étrangers s'est tenu aux environs de 50 % du pair.

3) Les achats de valeurs mobilières étrangères effectués par des étrangers impliquent, bien entendu, un afflux de capitaux étrangers, mais ces achats ont évidemment un autre caractère que les achats de valeurs mobilières américaines et la constitution d'avoirs en dollars. Les étrangers ont en général acheté des valeurs mobilières américaines en périodes de hausse à la bourse de New-York, tandis qu'au total il ne s'en est en somme pas vendu pendant les périodes de baisse. Jusqu'au moment de la mobilisation des valeurs mobilières en Angleterre, c'est-à-dire jusqu'en septembre 1939, et jusqu'à la vente consécutive d'environ \$ 100 millions de ces valeurs, pendant les quatre der-

niers mois de l'année, les étrangers n'ont pour ainsi dire effectué, en fin de compte, ni achats ni ventes depuis que la hausse à Wall Street a atteint son point culminant au printemps de 1937.

4) La moitié des arrivées déclarées de capitaux aux Etats-Unis, au cours des cinq an-



nées en question, a été constituée par l'accumulation d'avoirs en dollars pour compte étranger. En 1939, cette proportion s'est élevée à 90 %; les capitaux entrés aux Etats-Unis sous cette forme ont alors atteint le chiffre record de près d'un milliard de dollars et l'ensemble des arrivées déclarées de capitaux au cours de l'année a atteint un volume triple de celles de 1938.

Les fonds étrangers détenus par les banques aux Etats-Unis se montaient à la fin de 1939 à \$ 3 milliards, soit un total approximativement égal au chiffre le plus élevé atteint dix ans plus tôt, à l'époque la plus brillante de l'étalon de «change-or» lorsqu'un grand nombre de banques centrales conservaient une partie de leurs réserves sous forme de dollars. Les avoirs dollars à court terme à la fin de 1929 se répartissaient comme suit par rapport à 1939.

Avoirs étrangers en dollars \*

Millions de dollars	1929 **	1939	Diffé- rence
Royaume-Uni . . . . .	302	468	+ 166
France . . . . .	924	264	- 660
Pays-Bas . . . . .	99	203	+ 104
Suisse . . . . .	105	366	+ 261
Allemagne . . . . .	205	8	- 197
Italie . . . . .	157	36	- 121
Autres pays européens .	371	520	+ 149
Canada . . . . .	242	285	+ 43
Amérique latine . . . .	188	365	+ 177
Pays d'Extrême-Orient .	49	405	+ 356
Tous les autres pays . .	31	90	+ 59
Total . . . . .	2.673	3.010	+ 337

\* Y compris un montant peu important payable en d'autres monnaies (\$ 40 millions en 1939).

\*\* Les chiffres de 1929 s'appliquent seulement aux banques de New-York, mais ils représentent environ 90 % du total.

Maintes raisons sont à la base de la constitution des fonds de roulement en dollars. Une partie de ces fonds représente sans aucun doute les capitaux «réfugiés» appartenant à des étrangers et dont il a été souvent question. Il est néanmoins arrivé, dans un grand nombre de cas, que ces capitaux ne soient rentrés dans cette catégorie que de façon temporaire; les réfugiés venus d'Europe ont souvent

transféré leurs fonds avant d'être eux-mêmes en mesure de se rendre aux Etats-Unis. Une récente enquête a montré que des sommes considérables ont été transférées de non-résidents au nom de résidents américains, fait qui met encore plus en lumière la composition du «résidu» de la balance des paiements.

D'autres avoirs ont également été accumulés pour l'achat et l'amortissement d'emprunts à long terme, par exemple par les pays de l'Amérique latine en 1936/37. En outre, dans des pays comme la Hollande et la Suisse dont les monnaies ont été rattachées au dollar en 1939, il est nécessaire que la banque centrale possède des avoirs en cette devise aux époques, notamment, où il est difficile de faire des envois d'or: durant l'année, les avoirs hollandais ont augmenté de \$ 100 millions et les avoirs suisses de \$ 150 millions. Mais l'accumulation de dollars a pris une très grande importance pour le paiement des expor-

tations américaines. La seule diminution considérable des avoirs étrangers en dollars au cours des dernières années a été celle de près d'un milliard de dollars pendant les dix mois antérieurs à juillet 1938, période pendant laquelle les exportations de marchandises des Etats-Unis ont accusé un excédent de \$ 1.020 millions. Si des capitaux sont sortis des Etats-Unis à cette époque, ces sorties ont été compensées par l'achat des dollars nécessaires au paiement des exportations américaines, tandis que les dollars précédemment accumulés étaient prélevés directement à cette fin. De tels avoirs sont devenus beaucoup plus nécessaires pour les importations de produits américains depuis que la coutume de traiter au comptant s'impose de plus en plus dans les relations commerciales internationales. Durant les quatre derniers mois de 1939, les avoirs en dollars de l'Angleterre, de la France et du Canada ont diminué d'environ \$ 300 millions, par suite des prélèvements effectués.

Belgique, Hollande et Suisse exceptées, tous les pays d'Europe et la plupart des pays extra-européens avaient introduit des restrictions de change à la fin de mars 1940 et, dans plusieurs cas, les valeurs mobilières américaines détenues par des étrangers ont été réquisitionnées et centralisées dans les mains des autorités de contrôle. Les possibilités de mouvement des capitaux réfugiés, bien plus, de tous les capitaux privés, sont ainsi devenues plus restreintes. Dès le mois de mai 1939, les mouvements de capitaux vers les Etats-Unis semblent avoir été principalement constitués par l'afflux des fonds des gouvernements étrangers et des banques centrales étrangères. Les avoirs en dollars des banques centrales européennes sont alimentés par la libération de l'or antérieurement placé sous dossier à New-York, par de nouveaux envois et par des ventes officielles de valeurs mobilières étrangères réquisitionnées (ou par des ventes privées en prévision d'une réquisition). Du pouvoir d'achat peut ainsi se trouver créé sous forme de dollars pour fournir la contre-partie des importantes exportations américaines depuis le début de la guerre. D'autre part, les avoirs en dollars des pays de l'Amérique latine et de certains pays d'outre-mer s'accroissent à mesure que leurs balances des paiements s'améliorent.

Le retrait des capitaux américains sur les marchés étrangers, pendant ces dernières années, a ramené à \$ 11.580 millions en septembre 1939 le total des placements extérieurs (exception faite des dettes de guerre). A cette époque, les capitaux étrangers qui se trouvaient aux Etats-Unis se montaient à \$ 8.830 millions. La créance nette des Etats-Unis était donc ramenée à \$ 2.750 millions, soit moins du tiers de ce qu'elle était à la fin de 1934.

Bien que les chiffres relatifs au mouvement des capitaux vers les Etats-Unis ne couvrent probablement guère plus de la moitié de l'afflux total en 1939, ces statistiques sont les plus complètes qui aient été publiées. Pour les autres pays, les renseignements fragmentaires qui existent doivent être utilisés au mieux pour

donner une image plus ou moins parfaite de la réalité. L'afflux des capitaux en France a été très différent, tant par sa composition que par ses causes, de l'afflux vers les Etats-Unis. Le redressement français, qui date de novembre 1938, a été accompagné et soutenu par le rapatriement de capitaux français exportés les années précédentes. Comme on a des raisons de croire que la balance des paiements (c'est-à-dire la balance commerciale et la balance des revenus visibles et invisibles) était approximativement en équilibre jusqu'au moment des importations résultant de l'ouverture des hostilités, les augmentations mensuelles du stock d'or pendant cette période donnent certaines indications sur le volume des capitaux entrant en France.

Le tableau ci-après donne jusqu'en mai 1939 les augmentations mensuelles de l'ensemble des réserves d'or de la Banque de France et du Fonds de stabilisation des changes; pour les mois suivants, les moyennes mensuelles de l'afflux des capitaux sont établies d'après les renseignements complémentaires fournis par le ministre des finances (notamment dans son discours du 13 décembre 1939).

Rapatriement  
des capitaux français.

Estimations mensuelles	Millions de francs français
1938 Novembre	1.175
Décembre	7.560
1939 Janvier	1.820
Février	3.100
Mars	3.415
Avril	1.320
Mai	835
Juin	2.260
Juillet	2.260
Août	2.260
Septembre	3.000
Octobre	3.000
Novembre	3.000

Pendant les dix mois qui ont précédé l'ouverture des hostilités, le stock d'or a augmenté de 26 milliards de francs français et il s'est accru, en outre, de 10 milliards pendant les trois mois et demi suivants, de septembre à la mi-décembre. A part l'afflux exceptionnellement élevé de décembre 1938, dû probablement dans une large mesure à la liquidation des positions sur devises et or, le rapatriement des capitaux a tendu à s'enfler particulièrement lors de l'aggravation de la situation internationale. En plus de l'accroissement du stock d'or dû à l'arrivée de capitaux liquides, environ 24 milliards de francs français de valeurs mobilières antérieurement détenues à l'étranger ont été déclarés en France ou effectivement rapatriés à la suite des restrictions de change et de l'obliga-

tion de déclaration des avoirs à l'étranger.

Une augmentation nette d'environ 100 millions d'avoirs français en dollars aux Etats-Unis au cours de 1939 représente sans aucun doute une concentration de fonds entre les mains des autorités publiques, les avoirs privés ayant été vendus (en partie par l'intermédiaire de Londres). Mais une grande partie des fonds français rapatriés est venue d'Angleterre où les stocks d'or privés et les avoirs pour compte français avaient été très considérables. Des appels répétés ont été faits au Fonds d'égalisation de plusieurs côtés pendant les huit premiers mois de 1939: exode de capitaux en particulier vers la France et les Etats-Unis,

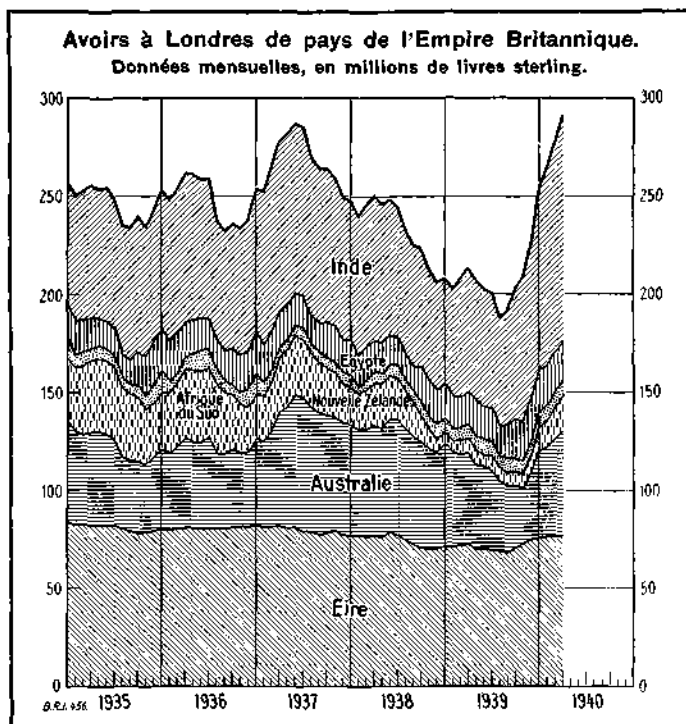
conversion en or par certaines banques centrales de leurs ressources en livres sterling, déficit de la balance des paiements de l'Angleterre et prélèvements de l'Empire sur ses fonds à Londres pour faire face à ses paiements internationaux.

Il est impossible de donner des chiffres précis permettant de se faire une idée exacte de la situation. Pendant les douze mois antérieurs à mars 1939, le total des réserves d'or de la Banque d'Angleterre et du Fonds d'égalisation des changes a été réduit en moyenne d'environ £ 24 millions par mois et les sorties d'or ont continué jusqu'au 24 août, date à laquelle le contrôle des changes a temporairement cessé de s'exercer sur le marché.

L'excédent des importations de marchandises pendant les huit premiers mois de 1939 a été de £ 253 millions contre £ 264 millions pendant la même période de 1938, et la balance des paiements en 1939 n'a probablement pas été très différente de 1938, c'est-à-dire qu'elle a été passive à raison d'environ £ 1 million par semaine. Il est difficile de distinguer entre les mouvements de capitaux vers les Etats-Unis et ceux vers la France, une grande partie des rapatriements des Etats-Unis en France ayant passé par Londres: le flux des capitaux allant d'Angleterre aux Etats-Unis, qui serait de \$ 200 millions d'après les statistiques du Trésor des Etats-Unis, soit £ 43 millions, du début de janvier au 23 août 1939, est donc un montant net. De plus, une grande proportion des £ 150 millions rapatriés en France, pendant les dix mois antérieurs à août 1939, venait directement d'Angleterre. Mais dans la mesure où ces capitaux français faisaient antérieurement partie de la thésaurisation privée à Londres, leur retour n'a pas réduit les réserves anglaises. En outre, certaines banques centrales qui conservaient une partie de leurs réserves sous forme d'avoirs et d'effets en sterling ont converti en or une partie ou la totalité de ceux-ci à concurrence peut-être de £ 35 millions. Au surplus, l'Empire a prélevé au moins £ 20 millions sur ses fonds à Londres pour faire face à des paiements, principalement en dehors de l'Angleterre. Comme il a été dit dans les Rapports annuels antérieurs, Londres est le centre des réserves d'un groupe de pays surtout producteurs de matières premières dont les avoirs et effets en sterling varient largement suivant que les saisons sont bonnes ou mauvaises.

Le graphique montre comment des conditions exceptionnellement favorables pour les producteurs de matières premières ont succédé, pendant le premier semestre de 1937, aux rythmes normaux des saisons d'importation et d'exportation en 1935 et 1936. Mais les Etats-Unis, qui sont les principaux importateurs de matières premières, ont subi à l'automne une forte crise et les prix des exportations de ces pays ont fléchi, alors que l'impulsion donnée à leurs économies nationales en 1937 les a amenés à faire des importations considérables en 1938 et en 1939. En Nouvelle-Zélande, ces conditions ont présenté plus de gravité, en





raison de la politique expansionniste du gouvernement et de la fuite des capitaux. En un peu plus de deux ans, les réserves en sterling des six pays dont les noms figurent sur le graphique ont diminué de £ 100 millions. D'autre part, des livres sterling ont été employées pour soutenir le dollar de Changhaï, et les divers Conseils monétaires de l'Empire ont également tiré sur les fonds qu'ils détenaient à Londres: les réserves en sterling du Conseil

monétaire de l'Afrique Occidentale, par exemple, sont tombées de £ 20 à 12 millions en l'espace des deux années antérieures à juin 1939. Au total, les réserves d'or anglaises ont perdu plus d'un million de livres sterling par semaine durant ces deux années, et c'est en partie ce qui explique les signes de faiblesse du cours livre sterling-dollar pendant cette période, faiblesse que la réduction considérable des avoirs en dollars laissés aux Etats-Unis par les étrangers, dont il a été question au cours de ce Rapport, n'a pas permis de distinguer nettement avant le milieu de l'année 1938. En Angleterre, la tension due à la réduction des réserves en sterling de l'Empire est naturellement compensée dans une certaine mesure par le fait que les importations de matières premières sont maintenant moins chères.

A partir du mois d'août 1939, un brusque revirement se produisit dans la tendance à Londres: en huit mois, c'est-à-dire jusqu'à mars 1940, tout le terrain perdu par les pays de l'Empire les deux années précédentes a été regagné et les réserves en sterling des six pays dont les noms figurent sur le graphique dépassent maintenant le point le plus élevé de 1937. Les importants achats de matières premières faits par le gouvernement britannique dans tout l'Empire ont produit ce changement considérable. Du coton fut acheté en Egypte, d'énormes quantités de jute pour les sacs à terre aux Indes, des produits laitiers et de la laine en Nouvelle-Zélande. Dans un grand nombre de cas, des récoltes entières ont été achetées: en Australie, la totalité de la tonte des moutons et

l'excédent exportable de beurre, fromage, œufs, viande de bœuf, mouton, agneau, porc, zinc, plomb, cuivre, sucre, ainsi que des quantités substantielles de fruits secs et de conserves — soit, au total, plus de 100 millions de livres australiennes. Les prix ont été satisfaisants pour les exportateurs et, comme les paiements ont été faits au comptant, pour la laine à l'estimation, et pour un grand nombre d'autres produits à l'expédition, l'accroissement saisonnier des fonds à Londres a commencé plus tôt que de coutume. Ces conditions ne s'appliquent pas seulement aux pays mentionnés sur le graphique, mais encore à tout l'Empire: de l'étain et du caoutchouc ont été achetés à Malacca, du cacao brut en Afrique Occidentale, etc.

L'ancien endettement de ces pays envers Londres constitue une garantie contre une accumulation trop considérable de réserves en sterling. En 1938, l'Angleterre avait placé £1 milliard en obligations des gouvernements de l'Empire (en plus d'obligations des gouvernements locaux et de valeurs mobilières commerciales et industrielles) et elle a continué de prêter des fonds durant la première partie de 1939: l'Afrique du Sud lui a emprunté pour sa défense £5 millions à 3½ % en mai; l'Australie lui a fait en juin un emprunt de £6 millions à 4 % pour sa défense nationale, et la Nouvelle-Zélande, en juillet 1939, un emprunt de £16 millions à 3½ % sous forme d'obligations à court terme pour la conversion d'un emprunt antérieur remboursable en janvier 1940 (plus £9 millions de crédits pour des motifs de défense nationale et d'importation).

Mettant à profit l'afflux des réserves en 1939/40, le gouvernement des Indes prit des mesures pour rapatrier une partie de sa dette en sterling; il émit en échange des valeurs mobilières libellées en roupies et, à la fin de février 1940, près de £9 millions de valeurs mobilières libellées en sterling avaient déjà été achetées. En mars 1940, le gouvernement sud-africain fit savoir qu'il remboursait les £8 millions de la tranche londonienne de l'emprunt «5 % Inscribed Stock 1940—60». Parfois, des dons ont été faits au gouvernement anglais sur les fonds en sterling, tel que, par exemple, le don de £1 million offert par les Etablissements des Détroits en avril 1940. Pour les pays n'appartenant pas à l'Empire britannique, d'autres arrangements ont été conclus. Les livres sterling dues à l'Argentine pour ses exportations, par exemple, sont versées à un compte spécial à la Banque d'Angleterre et, lorsque le montant de ce compte a atteint £1 million, tous les versements en excédent peuvent être convertis en or (puis sur demande reconvertis en sterling).

Les pays qui ont le plus souffert en 1939 de l'exode des capitaux sont, après l'Angleterre, la Belgique, la Hollande, la Suisse et la Suède: ces quatre pays ont en général été peu affectés par le rapatriement des capitaux français et ils l'ont été davantage par le vaste mouvement d'exode vers New-York, mais chacun de ces cas présente des caractéristiques individuelles. Les sorties de

Belgique ont été temporaires, mais plutôt violentes. Ce pays a perdu de l'or pour environ 4.400 millions de francs belges pendant les deux mois de mars et d'avril 1939, mais, grâce à des mesures énergiques, la Banque nationale réussit bientôt à arrêter et renverser le mouvement. En Hollande, la Nederlandsche Bank perdit de l'or par intermittence pendant toute l'année; le bilan indique une réduction à 1.100 millions à la suite d'une perte de Fl. 450 millions, dont Fl. 65 millions furent perdus en l'espace des deux semaines du 6 au 20 novembre, pendant la forte tension internationale. Avec une dépréciation de 22 %, 450 millions de florins or équivalent à 575 millions de florins en valeur actuelle. De plus, le poste «avances» a diminué de Fl. 80 millions durant l'année, en partie par suite de l'amortissement des emprunts par le Fonds d'égalisation des changes, proportionnellement à ses livraisons d'or. Il y a parallélisme entre les pertes d'or et la diminution des fonds à vue à la Nederlandsche Bank, tombés de Fl. 425 à 230 millions, en raison principalement des pertes de dépôts et d'espèces des banques commerciales. Ces pertes de dépôts et d'or ont été arrêtées pendant le premier trimestre de cette année. Du point de vue monétaire, la situation de Java par rapport à Amsterdam est à peu près semblable à celle des Dominions producteurs de matières premières par rapport à Londres. La Banque de Java avait une réserve d'environ Fl. 125 à 130 millions pendant les sept premiers mois de 1939; celle-ci s'est ensuite élevée et a dépassé Fl. 150 millions à la fin de mars 1940.

Pendant les quatre premiers mois de 1939, une certaine fuite de capitaux, des fonds étrangers en particulier, s'est produite en Suisse, et la Banque nationale a perdu plus de 400 millions de francs suisses d'or et de devises. Le reste de l'année a été relativement calme: la Banque nationale perdit encore 30 millions de francs suisses quand la livre sterling a cessé d'être soutenue en août, mais la demande est tombée en peu de jours; les demandes de devises étrangères qui ont repris vers la fin d'octobre étaient surtout destinées au paiement d'importations. Les conditions s'étant modifiées au cours de l'année, le «gentlemen's agreement» conclu entre la Banque nationale et les banques commerciales en novembre 1937, en vue de réduire le volume excessif des dépôts étrangers dans les banques, a été déclaré caduc.

Lors de la crise de Munich, les capitaux étrangers ont afflué en Suède; ils provenaient surtout des pays voisins: en septembre 1938, les dépôts des banques étrangères dans les banques suédoises ont augmenté de près de 100 millions jusqu'à un total de 250 millions de couronnes suédoises. Les banques suédoises s'étant efforcées, depuis le début de 1937, de maintenir le montant de leurs avoirs étrangers inférieur à celui de leurs engagements envers l'étranger, ce mouvement fut accompagné d'une augmentation des réserves de la Riksbank. Pendant les douze mois suivants et jusqu'au début des hostilités, on a constaté

un reflux des dépôts étrangers en banque et une légère diminution des réserves de la Riksbank. Un changement brusque se produisit à l'ouverture des hostilités en Europe, accentué par la guerre russo-finlandaise. Pendant les sept mois de septembre 1939 à fin mars 1940, la Riksbank a perdu environ pour 700 millions de couronnes suédoises d'or et de devises étrangères, soit plus d'un tiers de ses réserves: les pertes ont été particulièrement fortes en octobre et en décembre 1939. Leurs causes étaient nombreuses. On a évalué à 400 millions de couronnes suédoises au moins l'aide de la Suède à la Finlande sous forme de dons et de crédits; une partie considérable de ce montant a servi à accroître les importations suédoises ou a constitué une perte directe de devises, celles-ci ayant servi au paiement des importations finlandaises en provenance d'autres pays. En outre, certaines quantités de fonds étrangers émigrèrent; le mouvement fut toutefois entravé par les restrictions imposées aux ventes, pour compte étranger, de valeurs mobilières suédoises. Mais les banques étrangères et les autres clients étrangers des banques suédoises retirèrent pour 170 millions de couronnes suédoises de dépôts: les banques prélevèrent quelque 70 millions de couronnes suédoises de ce montant sur leurs propres ressources étrangères et demandèrent à la Riksbank pour 100 millions de couronnes suédoises de devises: pour la première fois depuis plus de deux ans, le montant des avoirs étrangers des banques dépassa, à partir de la fin de 1939, celui de leurs engagements envers l'étranger. De plus, on a estimé que la balance des paiements accusait, en 1939, un déficit de 250 à 350 millions de couronnes suédoises (alors qu'en 1938 elle faisait apparaître un solde actif de 48 millions de couronnes suédoises); ce déficit était dû en partie à la constitution de stocks de réserve: l'excédent des importations de marchandises a été particulièrement élevé pendant les trois mois de novembre 1939 à janvier 1940. Comme il a fallu payer généralement les importations au comptant ou même à l'avance, et non plus aux conditions habituelles du crédit, on a de ce fait enregistré des demandes extraordinaires, mais temporaires, de devises étrangères dont on a estimé le montant de 50 à 150 millions de couronnes suédoises environ.

En fait, les crédits extérieurs accordés pour financer les transactions commerciales dans le monde l'ont été à des échéances de plus en plus rapprochées pendant l'année et, plus généralement, ils ont fait place à des paiements au comptant ou même à des paiements effectués d'avance. La loi de neutralité des Etats-Unis a posé comme principe que la propriété des marchandises exportées vers les pays belligérants doit être transférée avant l'embarquement des marchandises, en d'autres termes, il a été stipulé que les marchandises devraient être payées en espèces avant de pouvoir quitter le territoire des Etats-Unis. Comme l'embarquement peut être différé ou n'être effectué que lentement, le paiement au comptant équivaut souvent en réalité à un paiement d'avance. Ces marchandises ne peu-

vent d'ailleurs pas être transportées sur des navires portant pavillon des Etats-Unis et, en outre, il est interdit aux navires américains de naviguer dans une zone déterminée qui englobe la plupart des eaux territoriales européennes situées au nord de l'Espagne. La loi applique donc aux pays belligérants le principe du «cash and carry» et à un grand nombre de pays non belligérants, le principe du «carry».

De toute façon, les exportateurs américains appliquaient, dès avant le début de la guerre, le principe du paiement au comptant à la plupart des pays européens. Mais la loi de neutralité a contribué à rendre les conditions plus strictes et elle a rendu plus difficile le financement normal du commerce. Il a été demandé non seulement à la Suède, mentionnée précédemment, mais aux pays neutres d'Europe, en général, de rembourser leurs anciens crédits commerciaux; il en est résulté une certaine tension pour leurs ressources extérieures. Une certaine partie des «soldes» considérables de 1939 est sans doute due au fait qu'aucun ajustement n'a été fait dans les statistiques du commerce des marchandises pour tenir compte du mouvement des crédits commerciaux dans l'évaluation préliminaire de la balance des paiements des Etats-Unis.

L'introduction de restrictions de change en Angleterre et en France et la dénonciation des crédits commerciaux étrangers ont eu des effets semblables. Forcés de payer au comptant ou même d'avance leurs importations des Etats-Unis, ces pays se sont eux aussi mis à n'exporter qu'au comptant, spécialement en Europe; certains pays comme la Norvège et le Danemark, qui obtenaient en général trois ou quatre mois de crédit pour leurs importations, se virent dans l'obligation de payer leurs importations de quatre ou cinq mois, y compris la constitution de stocks de réserves, en un délai relativement court. La dénonciation des crédits anglais a sa répercussion dans la diminution du chiffre des «acceptations, endos, etc.» des banques de clearing qui est tombé de 132 millions de livres sterling en octobre, à 108 millions de livres sterling en novembre (l'augmentation ultérieure s'explique par le développement du financement des importations anglaises). En outre, l'obligation de libeller les factures commerciales en certaines monnaies «spécifiées» a été, dans nombre de cas, contraire aux usages commerciaux. Les contrats commerciaux conclus avec l'étranger sont en général exprimés dans la monnaie de l'importateur ou de l'exportateur (l'importateur désirant payer en une monnaie «faible» et l'exportateur désirant recevoir une monnaie «forte») ou en une monnaie internationale, telle que le dollar. Toutefois, la législation britannique, par exemple, ne permet pas à l'Angleterre de payer en dollars ses importations provenant de pays autres que les Etats-Unis. Quelle que soit la nécessité de ces mesures du point de vue du contrôle strict des changes, elles sont souvent contraires aux méthodes traditionnelles des contrats commerciaux et du financement commercial comme l'ont

prouvé il y a longtemps les mesures semblables introduites antérieurement dans d'autres pays. Les troubles apportés en Angleterre par ces mesures ont probablement été moins profonds que dans certains autres pays, l'Empire britannique, la Scandinavie et l'Amérique du Sud, entre autres, ayant depuis longtemps pris l'habitude d'utiliser la livre sterling dans leurs relations commerciales avec l'Angleterre. Mais il fut nécessaire de prendre des mesures pour prévenir des fuites: tels furent le contrôle des changes dans les Dominions et dans les colonies, les comptes « spéciaux » en sterling pour la Suède et la Norvège, l'accord avec l'Argentine, etc.

Avec la disparition d'une si grande part des crédits étrangers pour fins commerciales dans le monde, un grand nombre de pays durent s'adresser aux banques pour le financement de leur propre commerce extérieur, en particulier de leurs importations. Ce fut là une des nombreuses causes de l'augmentation de volume des crédits intérieurs dans la plupart des pays au début des hostilités. Les exportateurs ne pouvant plus consentir les conditions habituelles de crédit ou montrant peu d'empressement à le faire, les collectivités officielles ou semi-officielles intervinrent pour assurer dans une certaine mesure le maintien de ces

Banque d'Exportation et d'Importation des Etats-Unis.  
Crédits en cours le 15 décembre 1939.<sup>1)</sup>

Crédits consentis à	Pour exportations à destination de	Crédits en cours	Lignes de crédit non encore utilisées
		Milliers de dollars	
American Locomotive . . . . .	Brésil	—	7.000
Universal Trading Corporation . . . . .	Chine	12.659	10.510
Baldwin Locomotive . . . . .	Chili	—	1.600
American Locomotive . . . . .	Portugal	246	4.754
U. S. Steel and Bethlehem Steel . . . . .	Brésil	—	1.100
J. G. White Engineers . . . . .	Haïti	1.905	3.095
International Tel. & Tel. . . . .	divers pays <sup>2)</sup>	10.000	—
Banque de Nicaragua . . . . .	Nicaragua	50	1.450
Banque de Paraguay . . . . .	Paraguay	—	3.000
Banque Commerciale Italienne . . . . .	Italie	2.752	3.248
Banque d'Uruguay . . . . .	Uruguay	—	4.000
Banque Hispano-Américaine . . . . .	Espagne	2.955	9.545
Fomento Corporation . . . . .	Chili	—	5.000
Panamanian Credits . . . . .	Panama	—	2.500
Moore-McCormack Lines . . . . .	Brésil	—	2.275
Total . . . . .		30.567	59.077

<sup>1)</sup> Outre ces transactions, la Banque d'Exportation et d'Importation des Etats-Unis avait ouvert un crédit de 3,3 millions de dollars à la Banque Nationale Economique de Pologne, et 3,4 millions de dollars du crédit de 19,2 millions de dollars garanti à la Banque du Brésil n'étaient pas encore remboursés.

<sup>2)</sup> Pour d'autres fins.

conditions. Au nombre de ces collectivités on peut citer la Banque d'Exportation et d'Importation des Etats-Unis, créée en 1934 spécialement pour aider au financement et faciliter les exportations et les importations entre les Etats-Unis et les pays étrangers, en particulier au moyen de crédits intermédiaires et à long terme (cinq ans au maximum). A la mi-décembre 1939, les ressources de la Banque, soit 100 millions de dollars, étaient entièrement utilisées ou allouées sous forme de crédits accordés principalement pour des exportations à destination de la Chine et des pays de l'Amérique latine.

En mars 1940, les ressources de la banque furent augmentées de 100 nouveaux millions de dollars, et la Banque d'Exportation et d'Importation elle-même, ou conjointement avec la «Reconstruction Finance Corporation», ouvrit plusieurs crédits aux pays de l'Europe septentrionale: un crédit de 30 millions de dollars à la Finlande, de 15 millions de dollars à la Suède, de 10 millions de dollars à la Norvège, de 10 millions de dollars au Danemark et d'un million de dollars à l'Islande. Lorsque la guerre s'étendit aux pays de l'Europe septentrionale, en avril 1940, les crédits consentis en faveur de la Norvège et du Danemark, mais sur lesquels il n'avait guère été fait de prélèvements, furent annulés.

Les crédits au commerce extérieur consentis en Europe directement par les gouvernements ou par les collectivités publiques ont généralement été de caractère politique et souvent destinés au paiement de fournitures de matériel de guerre. Les crédits de la Grande-Bretagne et de la France à la Pologne, à la Grèce, à la Roumanie et à la Turquie, de même que les crédits allemands à la Russie, revêtent ce caractère. Dans certains cas, une aide de nature plus proprement commerciale a été donnée aux exportateurs, en Italie, par exemple, sous forme de garantie de change, ou par la Sveriges Riksbank et la Banque de Réserve de l'Inde, sous forme d'opérations de change à terme pour des périodes plus longues que les périodes habituelles — ces opérations comportaient généralement quelque forme d'assurance contre les risques de guerre.

Mais, malgré les crédits commerciaux accordés par la Banque d'Exportation et d'Importation des Etats-Unis et les crédits politiques consentis en Europe, la tendance générale à retirer les anciens crédits à court terme reste prédominante. La Banque d'Epargne de l'Administration des Postes de Tchécoslovaquie a remboursé aux banques suisses, au début de 1939, un crédit de 50 millions de francs suisses que celles-ci lui avaient accordé à échéance de 2 ans, en 1937. Les accords allemands de prorogation conclus pour la première fois à l'automne de 1931 à titre de mesure d'urgence, et renouvelés depuis lors périodiquement, ne portaient plus en février 1938 que sur 780 millions de reichsmarks, contre 5 milliards en février 1932. Lorsque la guerre éclata en septembre 1939, l'accord en vigueur fut dénoncé par les créanciers anglais et américains. Après une courte

suspension, un nouvel accord portant sur RM. 220 millions a été conclu avec les créanciers belges, hollandais et suisses. Au mois de novembre, un accord fut également conclu avec les créanciers américains qui retirèrent leur opposition sur les avoirs allemands aux Etats-Unis: les taux d'intérêt furent abaissés d'environ  $\frac{1}{2}$  % et certaines lignes de crédits furent réduites. En outre, des effets nouveaux d'un montant équivalant à la partie de la dette remboursée purent être tirés pour financer les transports maritimes en provenance des Etats-Unis qui ne violaient pas la loi de neutralité. Les différents accords restent en vigueur jusqu'au mois de mai 1940 et ils contiennent certaines dispositions nouvelles concernant l'utilisation des registermarks et des marks touristes, ainsi que l'utilisation du fonds constitué avec les commissions de transfert. Les accords avec les quatre pays neutres portèrent sur RM. 340 millions, y compris RM. 120 millions de crédits américains; RM. 360 millions provenaient en outre de créanciers de pays belligérants, principalement de banques anglaises.

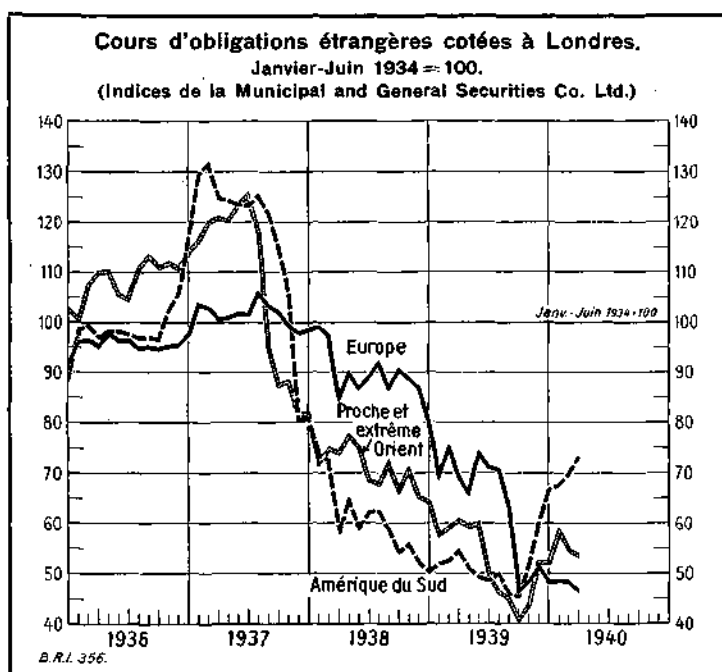
Le renouvellement, pour une période de deux années, du crédit de 40 millions de francs suisses au gouvernement argentin, au début du mois de mai 1940, a constitué une exception à la réduction générale des crédits étrangers à court terme; ce crédit a été renouvelé aux mêmes conditions qu'antérieurement, c'est-à-dire à  $3\frac{1}{2}$  % avec des titres ayant une échéance nominale de six mois. Le crédit de  $12\frac{1}{2}$  millions de florins ouvert par des banques hollandaises a été remboursé et 5 millions de dollars ont été consentis par les banques américaines à échéance de deux années.

En ce qui concerne les comptes de clearing, il semble qu'en général on ait eu tendance à rembourser les soldes encore à découvert. L'excédent des exportations allemandes au cours des derniers mois de 1939 vers la Hollande, l'Italie, la Suisse, la Yougoslavie et les autres pays voisins, a permis à l'Allemagne de rembourser aux exportateurs de ces pays une partie considérable de ses dettes de clearing. La Hongrie semble avoir joué un rôle déterminant dans les divers accords conclus pour régler les soldes de clearing par des arrangements triangulaires. Par exemple, en cédant des créances en lire équivalent à 25 millions de dinars, la Hongrie s'est trouvée en mesure de réduire sa dette envers la Yougoslavie, pays qui se trouvait débiteur envers l'Italie au titre de fournitures industrielles. Les arriérés dus à la Grande-Bretagne au titre de ses clearings avec l'Espagne et la Turquie ont été débloqués grâce à des crédits consentis par le gouvernement anglais. La chute de la livre sterling a porté un certain trouble dans le fonctionnement des clearings entre les pays étrangers dont les monnaies étaient rattachées au sterling, mais, alors que le sterling, par exemple, monnaie de paiement du clearing entre la Norvège et l'Espagne a été remplacé par la couronne norvégienne, il fut décidé de maintenir les règlements en sterling comme base des clearings de la Lithuanie avec la Hongrie et la Grèce.



A long terme, on n'a plus consenti de crédits extérieurs, sauf pour un petit nombre d'emprunteurs privilégiés. En Angleterre, les principaux emprunteurs d'outre-mer ont été les gouvernements des Dominions mentionnés précédemment dans ce chapitre; il n'y a pas eu d'émissions étrangères. Les émissions publiques aux Etats-Unis se sont virtuellement limitées aux trois émissions canadiennes qui ont été lancées pendant les huit premiers mois de l'année; 35 millions de dollars seulement, sur une émission totale de 85 millions, ont été constitués par des capitaux nouveaux. En mai 1939, le gouvernement français a placé un emprunt de 155 millions de florins 4% à échéance de six ans auprès de banques hollandaises et un emprunt de 100 millions de florins 3½% à échéance de six ans auprès d'un groupe hollando-suisse (ce dernier emprunt a été offert ultérieurement au public à 97½%). Ces opérations ont permis la consolidation d'un certain nombre d'emprunts à court terme du Trésor français et des chemins de fer français. Une part importante du total des 255 millions de florins a été placée hors de Hollande et de Suisse, ce dernier pays ayant, en fait, reçu près de 75 millions de francs suisses en octobre 1939, lors du remboursement d'emprunts antérieurs.

Pendant les neuf premiers mois de 1939, les cours des obligations étrangères ont continué de baisser fortement. Bien que le graphique ci-contre,



établi d'après des données de la «Municipal and General Securities Company» (Société des valeurs mobilières municipales et générales), souffre de certaines solutions de continuité inévitables dans les indices, il donne néanmoins une vue assez exacte des événements. L'ouverture des hostilités en Chine a été cause de la brusque baisse des valeurs mobilières de l'Extrême-Orient, à

partir du milieu de 1937. Les obligations de l'Amérique du Sud, qui ont bénéficié des prix avantageux et des conditions favorables de la récolte de 1937, ont baissé ultérieurement, cette même année, avec les prix des matières pre-

mières et elles ont par la suite reflété la faiblesse persistante de ces prix. Depuis l'ouverture des hostilités en Europe, l'indice des obligations sud-américaines s'est amélioré en raison des possibilités favorables offertes au commerce extérieur de ces pays et de la reprise du service des valeurs mobilières brésiliennes qui avaient été assez fortement affectées par la suspension de toute répartition. Les obligations de l'Inde, de l'Australie et de la Nouvelle-Zélande ont marqué des avances semblables par rapport à leur bas cours de septembre, mais comme elles ne rentrent pas dans la catégorie des « valeurs étrangères », elles ne figurent pas dans l'indice. Les obligations européennes ont été faibles depuis l'« Anschluss » réalisé en mars 1938, elles ont baissé rapidement à partir de l'automne 1938 et de nouveau immédiatement avant l'ouverture des hostilités. Bien que Dantzig ait suspendu en juillet le service de ses obligations étrangères, la situation n'a pas comporté que des éléments défavorables. La Hongrie et la Roumanie ont continué de transférer la partie convenue du service de leur dette contractuelle, tandis que les comités d'obligataires ont recommandé d'accepter l'offre du gouvernement grec de porter de 40 à 43, pour la durée de la guerre, le pourcentage de l'intérêt contractuel qu'il paie sur ses obligations extérieures. L'année 1939 a été caractérisée par l'amélioration des cours des obligations dont le service a été suspendu par rapport aux cours de celles dont le service a été maintenu. L'extension de la guerre, au printemps de 1940, a encore provoqué une chute sensible des cours des obligations extérieures européennes.

En avril 1940, le gouvernement portugais a fait connaître la conversion volontaire des obligations de sa dette extérieure 3 % (à intérêts payables en sterling ou autres devises) en obligations 4 % dont le service serait effectué en escudos : cette forme de rapatriement avait pour but de stabiliser la situation des détenteurs portugais de titres de la dette extérieure.

Les vastes déclarations et réquisitions des valeurs mobilières étrangères ordonnées par certains gouvernements représentent un autre développement caractéristique de la période considérée. Il a été procédé à de nombreuses opérations de ce genre ces dernières années, mais elles étaient d'une manière générale restées le fait des pays débiteurs et avaient été directement provoquées par le manque de pouvoir international d'achat. Ce qu'il y a de neuf, c'est que les grands pays créanciers tels que l'Angleterre et la France procèdent maintenant à de telles opérations. Nous avons déjà parlé de l'obligation en France de déclarer les avoirs détenus à l'étranger. En Angleterre, les nationaux ont dû, au mois de septembre 1939, déclarer certains de leurs titres dont le service est effectué en devises et ceux-ci ont été soumis à des restrictions de transfert. Dans la mesure où les ventes aux non-résidents étaient autorisées, le produit correspondant en devises devait être con-

verti en sterling conformément à la réglementation sur le commerce des devises. Après la déclaration des valeurs, deux groupes de titres qui sont spécifiquement des titres en dollars ont été réquisitionnés: le premier groupe de 60 valeurs, au mois de février 1940, et le second de 117 valeurs en avril. Ces titres ont été achetés par la Trésorerie britannique par l'intermédiaire du Fonds d'égalisation des changes, qui avait reçu pouvoir au début de la guerre de détenir des titres étrangers aussi bien que de l'or et des devises, et ils ont été payés comptant en sterling (ces livres sterling furent obtenues par des émissions de bons du Trésor). Les montants obtenus par ces diverses opérations n'ont pas été publiés, mais le montant total des deux réquisitions a été estimé de 75 à 100 millions de livres sterling; cette opération procurait au gouvernement britannique un pouvoir d'achat équivalent en dollars et, en même temps, des fonds d'investissement nouveaux se trouvaient disponibles sur le marché anglais. La réquisition, en octobre 1939, de l'emprunt canadien 3 1/2 % 1930—1950 libellé en sterling dont 28 millions de livres sterling se trouvaient encore sur le marché, était d'une nature quelque peu différente. Les porteurs anglais ont obtenu le remboursement en sterling des titres qui ont été transférés par le gouvernement britannique au gouvernement canadien contre dollars canadiens (obtenus en partie par une émission intérieure canadienne). Ainsi, des dollars canadiens ont été mis à la disposition du gouvernement britannique; celui-ci a effectué au Canada, pendant la première année de guerre, des achats qui peuvent être estimés à l'équivalent de 89 millions de livres. Vers la fin de 1939, des déclarations ou réquisitions de titres étrangers ont été également effectuées en Espagne et, au début de 1940, en Suède, au Danemark et en Australie.

Il est probable que la situation restera pour le moment peu propice à l'émission d'emprunts extérieurs et pourtant il convient de rechercher dès maintenant dans quelles circonstances et à quelles conditions il sera possible, après la guerre, d'émettre des emprunts extérieurs pour la reconstruction. Il convient de mentionner à ce sujet le rapport du Comité de la Société des Nations pour l'étude des contrats d'emprunt internationaux qui a été publié l'année dernière. Ce comité, constitué en 1935, est chargé d'examiner les moyens d'améliorer les contrats relatifs aux emprunts internationaux qui pourront être émis à l'avenir. Lors de la publication de son rapport en mai 1939, le comité estimait que, sur le total des emprunts extérieurs émis sur le marché de Londres et non encore remboursés, il n'y avait eu défaut de paiement que pour une fraction ne dépassant pas 30 %; celle-ci était de 40 % pour les emprunts en dollars émis sur le marché de New-York. On a constaté à certaines époques antérieures un pourcentage au moins aussi élevé, bien que le montant total absolu fût certainement alors moins considérable. Dans ses conclusions générales,

le comité mentionne que seul un très petit nombre des cas de suspension de paiement peut être attribué à des dispositions contractuelles juridiquement défectueuses. Dans la très grande majorité des cas, la cause de la suspension du paiement doit être recherchée dans la situation économique, et le nombre de ces suspensions a crû à mesure que l'on s'est efforcé de restreindre la liberté de déplacement générale et l'échange des marchandises qui constituent la base véritable des échanges de capitaux. Souvent, la suspension des paiements a été le résultat d'une action unilatérale des pays débiteurs qui se sont abstenus de consulter leurs créanciers, contrairement à la pratique normale qui veut que le débiteur en difficultés prenne contact avec ses créanciers pour obtenir d'eux, par voie de négociation, des conditions contractuelles moins onéreuses.

En ce qui concerne l'avenir, le comité laissait entendre que l'on pouvait attribuer une partie au moins des suspensions de paiement à l'octroi, sans aucune coordination, d'un volume excessif de prêts à des pays dont les possibilités de remboursement étaient inférieures aux charges qu'ils assumaient et que, pour éviter le retour de faits pareils, il faudrait n'accorder de nouveaux prêts qu'après avoir fait avec plus de coordination l'examen des possibilités économiques des pays emprunteurs. Le comité ajoutait qu'une telle coordination pourrait être réalisée par la coopération de quelque autorité financière internationale reconnue qui confierait les travaux à de petits comités permanents d'experts financiers.

## V. TENDANCE DES TAUX D'INTÉRÊT.

Les divers mouvements des taux d'intérêt au cours de l'année 1939 présentent des caractéristiques à la fois intéressantes et significatives. En Europe, le rendement des placements à long terme, et simultanément les taux à court terme, ont augmenté pendant les huit premiers mois de l'année. Cette progression s'est accentuée pendant l'été, parallèlement à la tension internationale, pour atteindre son maximum lors de l'ouverture des hostilités. Des tendances extrêmement divergentes apparaissent alors. Dans les principaux pays belligérants : Allemagne, France et Royaume-Uni, les marchés se ressaisirent rapidement et, vers le printemps de 1940, le rendement à long terme des valeurs d'Etat était aussi peu élevé, ou même moins élevé, qu'il ne l'avait été un an plus tôt.

En Italie, les taux restèrent relativement stables pendant toute l'année 1939. En Suisse, en Belgique, aux Pays-Bas et en Scandinavie, les taux à long terme continuèrent généralement à croître depuis l'été jusqu'à la fin de l'année et même au delà, et le rendement des valeurs d'Etat, par exemple, devint alors supérieur de 1 à 2 % à celui de l'année précédente.

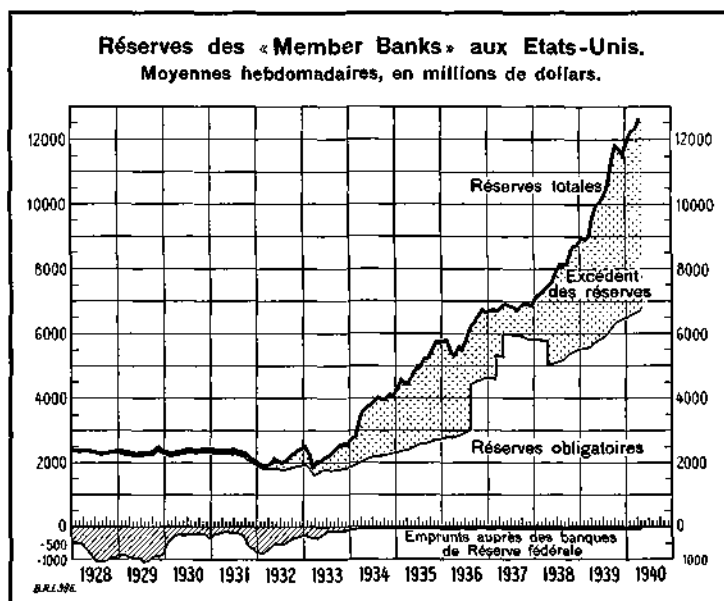
Hors d'Europe, les marchés des Etats-Unis ont bénéficié d'entrées d'or et témoignent d'une liquidité comme on en a rarement, ou peut-être jamais, vue encore.

Pendant ces six dernières années, le marché monétaire et le marché des capitaux des Etats-Unis ont été dominés par les afflux massifs d'or, par le financement des déficits continus de l'Etat et par une absence relative de demandes en crédits commerciaux à court ou à long terme. L'influence de ces trois éléments s'est accrue en 1939 : les importations d'or, s'élevant à 3 milliards de dollars, ont atteint un montant record ; le déficit budgétaire a été supérieur à tout déficit antérieur (exception faite pour 1936, lors du paiement du « bonus » du combattant) ; les demandes pour besoins commerciaux, enfin, ont été peu importantes en ce qui concerne les crédits à court terme, et pour ainsi dire négligeables en ce qui concerne les crédits à long terme.

Les mouvements d'or ont constitué le mécanisme, en même temps que le signe tangible, d'arrivées massives de capitaux américains et étrangers refluant de l'extérieur, et ils ont eu pour effet d'accroître les dépôts et les encaisses des banques. Pendant les six années 1934—1939, un montant d'or d'environ

10 milliards de dollars est arrivé de l'étranger, et les dépôts et encaisses des «member banks» se sont accrus de 9.300 millions de dollars. Consécutivement à l'accroissement des pourcentages de couverture, les dépôts des banques s'accrurent en outre du fait de l'octroi d'emprunts pour 1 milliard de dollars et de l'achat de 7 milliards de valeurs d'Etat. Au cours des six années envisagées, les encaisses ont passé de 3.100 à 12.400 millions de dollars, les dépôts de 24 à 40 milliards (contre 34 milliards en 1929), et le pourcentage global de liquidité s'est élevé d'un peu moins de 13% à plus de 30%. Certaines banques, de New-York notamment, ont accusé un pourcentage de couverture beaucoup plus élevé, dépassant même, dans certains cas, 60% du total des dépôts.

Les prêts consentis par les «member banks» se sont élevés à 25 milliards de dollars et plus vers la fin de la période 1920—1930, mais ce total comprenait un montant considérable d'emprunts contractés pour procéder au report sur titres. A la fin de 1933, lorsque le montant de ces emprunts s'est trouvé très réduit, le total de tous les prêts ne dépassait pas 12.800 millions de dollars — soit la moitié du montant antérieur — et il continua de diminuer jusqu'en 1935 où il ne fut plus que de 12 milliards de dollars. Il remonta à 14.300 millions de dollars au milieu de 1937 pour retomber légèrement au-dessous de 13 milliards à l'été et à l'automne de 1938, puis remonter encore à près de 14 milliards à la fin de 1939. Malgré tous les efforts des banques entrepris avec l'encouragement actif des autorités de la Réserve fédérale, pour découvrir de nouvelles possibilités de prêt, le développement des crédits commerciaux resta insignifiant au cours des six années passées en comparaison de l'accroissement du volume des affaires et de la production industrielle qui étaient remontés, depuis le fond de la grande dépression, à un niveau presque égal à celui de 1929. Le taux moyen appliqué aux prêts commerciaux dans les principales villes n'est actuellement que de 2½% contre 5 et 6% dans les dernières années de la période 1920—1930. A New-York, il est inférieur à 2%, alors qu'il est légèrement supérieur à 3% dans le Sud et dans l'Ouest du pays. Ces moyennes résultent de taux assez variables: à New-York, l'intérêt des sommes prêtées au commerce varie de 1 à 2% pour un montant correspondant à 60% de ces sommes et, pour un montant d'à peu près 15%, l'intérêt correspondant est supérieur à 3%; dans le Sud et dans l'Ouest, le cinquième des fonds est prêté au taux de 1 à 2% et le reste à des taux qui vont de 2 à 6%. Les avances de fonds de roulement à des entreprises commerciales ont constitué, d'une façon générale, la forme d'activité bancaire la plus rémunératrice et l'emploi le plus judicieux des ressources d'une banque; il est certain que les banques développeront cette branche de leur activité autant que possible. D'ailleurs, de 1920 à 1930, l'octroi de crédits bancaires (y compris les prêts sur titres) a été porté à son maximum, et les banques contractèrent même des emprunts auprès des banques de Réserve



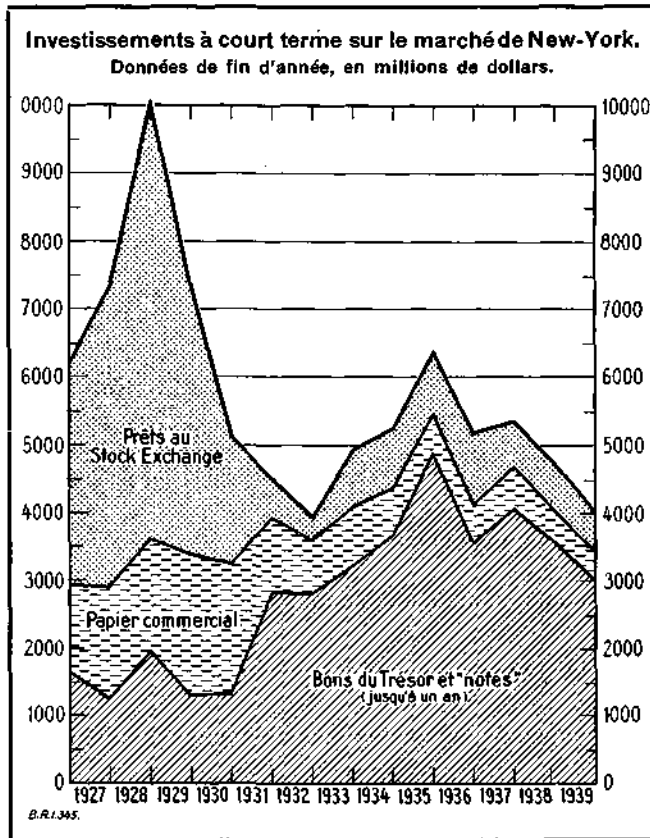
fédérale pour porter au minimum légal le chiffre de leurs encaisses (voir le graphique ci-contre).

Certaines entreprises s'étant plaintes de ne pouvoir obtenir des crédits par les voies ordinaires, les banques de Réserve fédérale furent autorisées, en 1934, à octroyer des prêts directs à l'industrie. Le passage ci-après du Rap-

port annuel de la Banque de Réserve Fédérale de New-York pour 1938 semble bien indiquer que les emprunteurs sûrs avaient déjà reçu satisfaction des banques commerciales: «En tant qu'opération bancaire, l'avance de fonds de roulement par votre banque n'a pas été rémunératrice . . . la somme que nous avons portée aux réserves au titre des pertes à prévoir n'a pas pu être intégralement couverte par les bénéfices nets (réalisés sur ces prêts)».

Donc, une bonne partie des disponibilités des « member banks » ne trouvent pas pour le présent à s'employer commercialement et le marché monétaire regorge d'argent. Le graphique ci-après montre que le papier à échéance de moins d'un an, véhicule ordinaire des avances bancaires à court terme, ne circule plus sur le marché qu'en quantité très réduite puisqu'il dépasse à peine le chiffre de 4 milliards de dollars. Or, les banques disposent encore de 5 à 6 milliards de dollars d'excédent de réserves qu'elles placeraient de la même façon si elles en avaient les moyens.

Les taux du marché monétaire étaient déjà devenus si faibles que l'apparition de nouveaux fonds sans emploi en 1939 ne put guère les faire tomber davantage, et l'ouverture des hostilités en Europe, au mois de septembre, n'eut, à ce point de vue, que des conséquences insignifiantes. Les taux cotés par les courtiers pour les bons du Trésor à trois mois, qui étaient de 0,03 % durant le premier semestre de 1939, montèrent à 0,20 % en septembre pour redescendre, en fin d'année, à 0,04 %. Le rendement des bons du Trésor nouvellement émis était en règle générale négligeable ou nul; un cours «de pointe» de 0,16 % avait été enregistré en septembre. D'autres taux du marché à court terme se tinrent à un niveau un peu plus élevé. Le papier commercial de



4 à 6 mois à  $\frac{1}{2}$ — $\frac{5}{8}$  %, les acceptations de banque à  $\frac{7}{16}$  % et les avances à vue à la bourse à 1 % représentent des cotations qu'on peut difficilement imaginer plus basses. Les excédents de disponibilités inondent le marché à un point tel que les taux cotés — et même plusieurs centaines de millions de dollars en plus ou en moins dans les réserves surabondantes détenues par les banques — ne signifient plus rien quant à l'état du marché et à la situation bancaire: l'observation des règles classiques de la liquidité n'a plus de raison d'être lorsque le mécanisme entier est submergé.

Le bon marché de l'argent a posé des problèmes aux banques ailleurs qu'aux Etats-Unis, mais jamais au même degré. L'augmentation considérable des dépôts a fait croître des dépenses auxquelles correspondait un revenu minime, voire inexistant. Elle a réduit, en même temps, le rapport entre les capitaux et les engagements globaux et, par là même, a rendu les banques plus vulnérables aux pertes de capitaux. (Toutefois, d'un autre côté, les risques se trouvent réduits en raison du fort pourcentage représenté par les encaisses.) Les encaisses sont improductives; il en est à peu près de même pour les placements sur le marché monétaire et, comme le commerce ne demande que peu de crédits, même aux faibles taux d'intérêts actuels, les banques ont dû se rabattre sur le marché des obligations d'Etat; les questions budgétaires prennent donc maintenant pour elles une importance primordiale.

Durant les années de prospérité 1927—1929, alors que les recettes budgétaires s'élevaient à 4 milliards de dollars, l'excédent d'exercice qui pouvait être affecté au remboursement de la dette (y compris les allocations déjà prévues à cette fin dans le budget) s'élevait, chaque année, à 1 milliard. En 1939, alors que le revenu national n'avait pas encore regagné son niveau des dernières années de la période 1920—1930, le produit de l'impôt (y compris les



Situation budgétaire des Etats-Unis.

Exercice se terminant le 30 juin	Recettes	Dépenses*	Excédent (+) ou Déficit (-)
	en milliards de dollars		
1927	4,1	3,0	+ 1,1
1928	4,0	3,1	+ 0,9
1929	4,0	3,3	+ 0,7
1930	4,2	3,4	+ 0,8
1931	3,2	3,7	- 0,5
1932	2,0	4,5	- 2,5
1933	2,1	3,9	- 1,8
1934	3,1	6,0	- 2,9
1935	3,8	7,0	- 3,2
1936	4,1	8,7	- 4,6
1937	5,3	8,4	- 3,1
1938	6,2	7,6	- 1,4
1939	5,7	9,2	- 3,5

\* Non compris le remboursement de la dette par le jeu du Fonds d'amortissement.

contributions afférentes à la prévoyance sociale) fut de près de 50 % plus élevé. Mais, comme durant la même année 1939, les dépenses budgétaires s'élevèrent au triple de ce qu'elles avaient été durant les exercices 1927 à 1929, le déficit atteignit un montant de 3.500 millions de dollars. A la fin de 1939, la dette publique directe s'était élevée à 42 milliards de dollars et la dette garantie par l'Etat à 5.700 millions de dollars; le montant des obligations émises par l'Etat et des obligations pleinement garanties était ainsi de 47.700 millions

de dollars contre 16 milliards de dollars en 1930.

Si la dette de l'Etat s'accroissait d'année en année, il s'en faut que la totalité de cette augmentation ait donné lieu à des émissions publiques. En effet, des montants considérables en ont été absorbés, ces dernières années, par des fonds de prévoyance sociale et autres comptes de mandat du Trésor (Treasury Trust accounts). A l'avenir, cependant, les capitaux à investir par ces caisses, et surtout par la caisse de l'assurance-vieillesse, seront réduits par suite de changements intervenus en 1939 dans les lois sociales.

L'accroissement énorme de la dette publique a ouvert aux banques des possibilités de placement que ne leur offrait ni le marché de l'argent ni la demande de crédits commerciaux. En fait, le marché des obligations a été de plus en plus mis à contribution par les banques qui s'en sont servi non seulement pour effectuer leurs placements, mais aussi pour aménager leur situation de caisse. Il a ainsi usurpé les fonctions du marché de l'argent. C'est là une question dont l'importance apparut pour la première fois au printemps de 1937, lorsque l'accroissement des réserves statutaires des «member banks» provoqua des ventes massives d'obligations et détermina les banques de Réserve fédérale à acheter, du 4 au 28 avril, 96 millions de dollars d'obligations du Trésor pour stabiliser le marché. Dans son Rapport annuel de 1937, le Federal Reserve Board expose qu'«au cours de ces dernières années, le marché des obligations est devenu un compartiment beaucoup plus important de l'«open money market» et que les banques . . . . utilisent de plus en plus leur portefeuille d'obligations pour adapter leur situation de caisse aux exigences auxquelles elles ont à faire

face». Des considérations de ce genre ont conduit les banques de Réserve fédérale à modifier la répartition des valeurs d'Etat détenues par elles. Le total en est resté à peu près inchangé, au chiffre de 2.500 millions de dollars, mais la proportion des obligations (bonds) a augmenté, plus particulièrement en ce

Portefeuille de valeurs d'Etat  
des banques de Réserve fédérale.

Chiffres de fin de mois, en millions de dollars	Obliga- tions (Bonds)	Certifi- cats (Notes)	Bons (Bills)	Total
1936 Décembre . .	491	1.341	599	2.430
1937 » . .	752	1.155	657	2.564
1938 » . .	841	1.157	566	2.564
1939 Juin . . . .	911	1.176	463	2.550
Juillet . . . .	911	1.176	401	2.488
Août . . . .	912	1.179	335	2.426
Septembre . .	1.316	1.245	242	2.803
Octobre . . .	1.316	1.245	174	2.736
Novembre . .	1.283	1.233	35	2.552
Décembre . .	1.351	1.133	—	2.484
1940 Janvier . . .	1.344	1.133	—	2.477
Février . . .	1.344	1.133	—	2.477

qui concerne celles dont l'échéance dépasse cinq années.

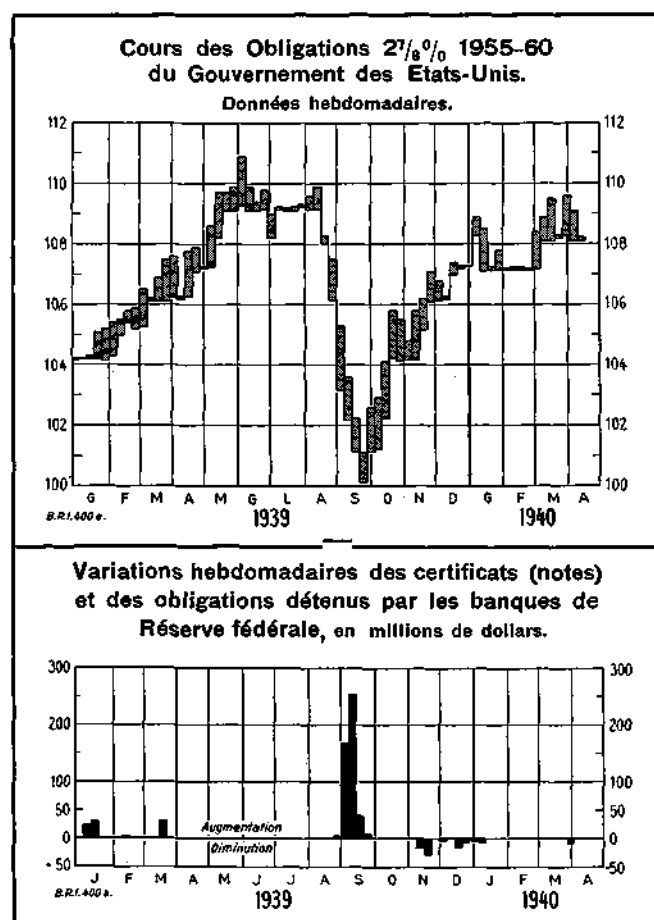
En juin 1939, on autorisa les banques de Réserve fédérale à laisser s'épuiser leur portefeuille de bons du Trésor car, depuis quelque temps, il devenait difficile, en raison de l'état du marché monétaire, de remplacer ces bons, même en se contentant d'un intérêt insignifiant ou nul.

La situation du marché des obligations d'Etat se présentait dif-

féremment. Au début de juin 1939, les cours commencèrent à fléchir lorsque la guerre apparut imminente et ils s'effondrèrent vers la fin du mois d'août. Entre le 25 août et le 16 septembre, les banques de Réserve fédérale modifièrent à plusieurs reprises les taux de leurs prêts. Six d'entre elles réduisirent de 1½ à 1 % (taux en vigueur à New-York depuis août 1937) leurs taux de réescompte ou d'intérêt pour les avances aux «member banks» sur les obligations d'Etat. D'autre part, l'ensemble des douze banques de Réserve fédérale abaissèrent au même niveau l'intérêt pour les avances de même nature consenties aux «non member banks», et certaines réductions correspondantes atteignirent jusqu'à 3 %. Toutes les banques commerciales recherchant des disponibilités pouvaient ainsi obtenir des avances au pair sur des valeurs d'Etat, dans sept districts à 1 % et dans les cinq autres à 1½ %, seulement. Il n'y aurait donc pas eu lieu, pour elles, de procéder à des réalisations pour de seules raisons de liquidité, mais on estimait d'une manière générale que les taux d'intérêt avaient, en fait, touché leur point le plus bas. Les banques de New-York avaient déjà reconnu qu'elles ne pourraient pas vendre leurs importants portefeuilles sans désorganiser le marché et elles avaient informé leurs correspondants dans le pays qu'elles s'abstiendraient

de le faire. Toutefois, nombre de banques de moindre importance et d'autres porteurs de titres d'Etat se mirent à vendre, à un moment où les ordres d'achat ordinaires étaient pour ainsi dire inexistant. (Les «member banks» acquirent 300 millions de dollars d'obligations directes d'Etat durant l'année et leur portefeuille de ces titres atteignit 11 milliards de dollars: les banques de New-York en avaient acheté pour plus de 500 millions de dollars, mais les banques du pays en avaient vendu pour 200 millions de dollars.)

Au cours des cinq semaines qui précédèrent le 27 septembre, les banques de Réserve fédérale achetèrent pour 474 millions de dollars d'obligations et de certificats (notes) des Etats-Unis à des prix en baisse, comme le montrent les graphiques.



Les graphiques ci-contre mettent en parallèle les cours hebdomadaires maxima et minima cotés pour une valeur d'Etat caractéristique avec les augmentations et diminutions intervenues dans le chiffre global (afin d'éliminer les variations n'intéressant qu'une catégorie de valeurs et consécutives, par exemple, à des conversions) des obligations et des certificats d'Etat détenus par les banques de Réserve fédérale.

La Banque de Réserve Fédérale de New-York expose, dans son Rapport annuel, que «ces achats ont été faits, non pas pour fixer ou lier les cours des valeurs d'Etat, mais plutôt pour aider le marché à se

réadapter méthodiquement à des niveaux propres à déterminer des ordres d'achat provenant d'autres sources en volume suffisant pour entretenir des conditions d'activité harmonieuses. Dès la dernière semaine de septembre, ce but avait été atteint». La reprise du marché, pendant les derniers mois de 1939, permit aux banques de Réserve fédérale de revendre pour environ 72 millions de dollars de leurs avoirs à long terme.

Le bulletin de la Réserve fédérale de mars 1940 consacre à ces questions, sous le titre «The Banks and Idle Money»\*, un article où on lit notamment: «C'est un fait . . . que de nombreuses banques ne considèrent pas les obligations à long terme figurant dans leurs portefeuilles comme des investissements permanents, ainsi que le font les compagnies d'assurances sur la vie et qu'elles s'attachent à réaliser les plus-values ou à éviter les moins-values avant que ne se produise une baisse de leurs cours. Cette attitude des banques — dont le portefeuille d'obligations a fortement augmenté — a imposé des devoirs nouveaux aux autorités de la Réserve fédérale et nécessite une nouvelle mise au point de leur politique. Par le passé, les banques ajustaient leurs réserves en modifiant leurs portefeuilles de valeurs à court terme. Elles inclinent maintenant, au contraire, à vendre d'abord leurs obligations du Trésor à long terme et à conserver leurs avoirs à court terme. . . . Le marché des obligations d'Etat est ainsi devenu le marché central monétaire du pays et, par conséquent, le terrain sur lequel la politique de la Réserve fédérale peut d'abord se faire sentir».

Le fait que la demande de crédits commerciaux n'a pas été plus active à long terme qu'à court terme ressort du tableau ci-après des émissions effectuées par des sociétés privées des Etats-Unis.

Emission de capitaux frais aux Etats-Unis.

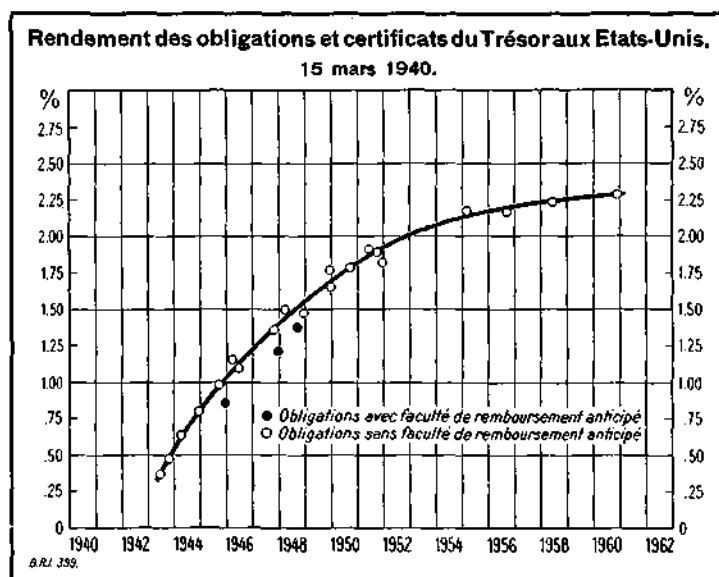
Données trimestrielles en millions de dollars	1929	1937	1938	1939
Janvier—Mars . . .	1.532	390	111	82
Avril—Juin . . .	1.688	439	252	128
Juillet—Septembre .	1.518	246	342	91
Octobre—Décembre	1.050	150	167	69
Total . . .	5.788	1.225	872	371

Ces chiffres se rapportent à des émissions publiques. Il est probable que si l'on tient compte des titres placés hors marché auprès de compagnies d'assurances et d'autres institutions ayant des capitaux à investir, placements dont il

n'existe aucune statistique, le total des émissions s'établit à 2.100 millions de dollars, soit à un chiffre à peu près égal à celui de l'année précédente, mais comportant une plus forte proportion d'emprunts de conversion qu'en 1938.

Le rendement des titres d'Etat des Etats-Unis, sans atteindre son niveau extrêmement bas de la première semaine de juin 1939, est cependant très peu élevé. Les bons du Trésor ne rapportent rien et les certificats de deux à cinq ans presque rien. Le tableau ci-dessous, extrait du bulletin de la Trésorerie des Etats-Unis, montre que même les obligations à vingt ans (échéance la plus longue) ne rapportaient que 2,29 % en mars 1940.

\* par M. Woodlief Thomas.



On trouvera, en outre, un exemple supplémentaire du bon marché de l'argent dans le faible niveau des taux d'intérêt appliqués dans tous les domaines du crédit dans le pays. Il se pourrait, entre autres, qu'un nouvel abaissement des intérêts hypothécaires, qui ont déjà été réduits ces dernières années, sti-

mule les constructions, notamment celles d'immeubles d'habitation.

Les Etats-Unis mis à part, la France a été le pays où les conditions du crédit intérieur ont été le plus fortement influencées en 1939 par les entrées de capitaux. La reprise financière et économique de novembre 1938 et les rapatriements de capitaux, qui se sont poursuivis sans notable interruption pendant toute l'année 1939, se reflétèrent sur la tenue du marché monétaire et du marché des capitaux, surtout au cours du premier semestre. Le taux d'escompte de la Banque de France fut ramené, en janvier 1939, de  $2\frac{1}{2}$  à 2 % et il n'a pas varié depuis. En bourse, le taux moyen des avances de quinzaine garanties par des valeurs de premier ordre (reports au parquet ou «contango») n'a été que de 1 % durant le premier semestre, alors que pendant la même période le rendement de la rente 4 % 1918 restait inférieur à 5 %. Le marché était liquide, les dépôts auprès des banques privées augmentaient et environ 4 milliards d'effets escomptés et d'avances étaient remboursés à la Banque de France. Les dépenses de l'Etat étaient couvertes par les impôts et par les emprunts placés sur le marché. Un emprunt d'Etat à 5 %, à échéance de 40 ans et émis à 98, produisit 10 milliards de francs français (argent frais et conversion) en mai, juin et juillet (sans garantie-or ni de change). Enfin, l'Etat n'avait pas eu à recourir aux avances de la Banque de France.

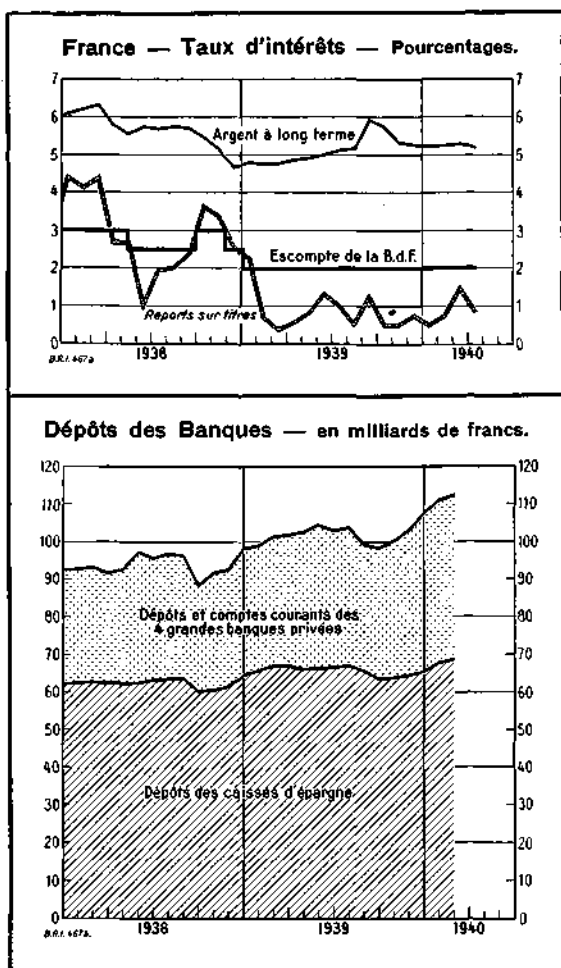
Ce tableau se modifia brusquement au milieu d'août lorsque, en raison d'une situation politique de plus en plus tendue et de l'ouverture des hostilités, on fit un appel massif à la Banque de France, ainsi qu'il ressort du tableau suivant:

Banque de France — Total du crédit octroyé.

Milliards de francs français	1938	1939			1940
	29 déc.	17 août	7 sept.	28 déc.	28 mars
Crédit privé					
Portefeuille escompte . . .	9,7	6,0	20,1	7,5	6,9
Avances . . . . .	4,1	3,8	6,2	3,7	3,7
Total . . .	13,8	9,8	26,3	11,2	10,6
Crédit public					
Avances à l'Etat . . . . .	30,6	30,6	30,6	44,7	47,8*
Total . . .	44,4	40,4	56,8	55,9	58,4
Achats d'«open market»	1,9	2,9	4,3	5,8	7,2
Total des postes précédents	46,3	43,3	61,2	61,7	65,6
Billets en circulation .	110,9	123,1	146,1	151,3	156,0

\* Y compris le profit de 17,3 milliards de francs français réalisé sur la réévaluation de l'encaisse-or en mars 1940.

Depuis le milieu d'août, les banques commerciales (c'est-à-dire les établissements de crédits et de dépôts et les banques privées) se virent obligées de recourir au réescompte et aux avances de la Banque de France pour satisfaire les demandes de billets de banque de leur clientèle. Mais, dès le 7 septembre, un mouvement de reflux intervint, les banques purent commencer à rembourser les crédits mis à leur disposition et, à la fin de l'année, le volume total des crédits privés non remboursés était redevenu inférieur à ce qu'il avait été à la fin de 1938. D'un autre côté, à partir du milieu de septembre, l'Etat tira sur son compte d'avances à la Banque de France à une cadence qui coïncidait en gros avec celle du remboursement des crédits privés. En 1939, la circulation de billets s'était encore accrue d'environ 40 milliards de francs français, sur lesquels 15 milliards correspondaient à une augmentation du volume des crédits (publics et privés) accordés par la Banque de France, le reste constituant généralement la contre-partie de capitaux rapatriés et acquis par les autorités monétaires françaises. Les dépôts auprès des quatre grandes banques françaises, qui représentent la moitié ou les deux tiers des dépôts de toutes les banques commerciales, augmentèrent d'environ 9 milliards de francs en cours d'année, notamment à partir du mois d'août, et continuèrent de s'accroître pendant la nouvelle année pour passer de 42,4 milliards de francs français en décembre, au chiffre exceptionnel de 46,6 milliards de francs français à la fin de mars 1940. Toutefois, les comptes n'ont pas donné lieu à des transactions très actives, à en juger par le volume des opérations de clearing bancaire à Paris qui, pour la période



de septembre à la fin de l'année, a à peine atteint la moitié de son chiffre de l'année précédente.

Ainsi, la pression qui se fit sentir en août-septembre ne fut que passagère. Le marché de l'argent se détendit bientôt et les dépôts en banque devinrent plus importants. En bourse, les reports revinrent au-dessous de 1 %. Le financement de la guerre s'opéra, en France comme dans d'autres pays, en premier lieu par l'emprunt à court terme. Outre les avances demandées à la Banque de France, le ministre des finances fit connaître, en février 1940, que 2,2 milliards de francs français de bons d'armement négociables à 6 et à 12 mois avaient été émis en septembre, 5,3 milliards en octobre et 8 milliards, en moyenne, en décembre 1939 et en janvier 1940.

Le marché des rentes se redressa, en septembre, sans le secours du

Fonds des rentes (créé à l'origine pour soutenir le cours des valeurs d'Etat); au début de 1940, le rendement du 4 % 1918 retomba à près de 5 %, mais l'Etat n'a pas encore émis sur le marché d'emprunts à long terme. C'est d'ailleurs un montant considérable qu'il se propose d'emprunter: indépendamment des 80 milliards de francs français auxquels s'élève le budget ordinaire de 1940 et que doit couvrir l'impôt, 55 milliards à demander à l'emprunt ont été alloués, au titre des dépenses militaires, pour chacun des deux premiers trimestres de l'année. La somme à emprunter annuellement serait ainsi voisine de 220 milliards; rappelons, aux fins de comparaison, que la dette publique d'avant la guerre présente s'élevait approximativement à 450 milliards. Si l'on tient compte, cependant, de la dépréciation du franc, cette dette n'était pas en 1939 plus considérable, en valeur-or, qu'elle ne l'était en 1914.

Contrastant avec la situation en France et, dans une certaine mesure, complémentaires de cette situation, les sorties de fonds du Royaume-Uni ont continué durant les huit premiers mois de 1939. Bien que les interventions

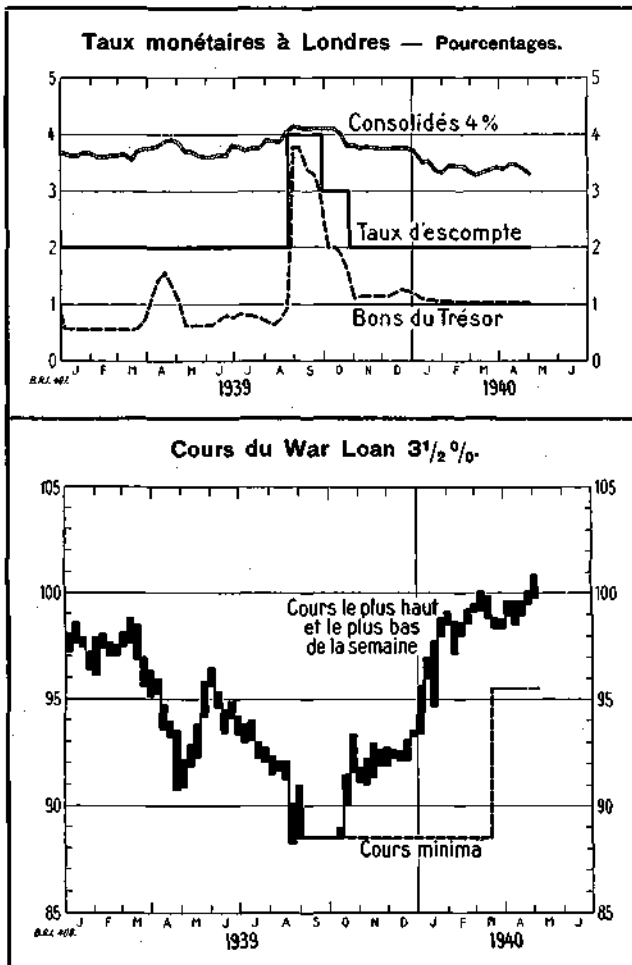
du Fonds d'égalisation des changes aient tendu à protéger le marché à court terme, une pénurie « d'outside money » (c'est-à-dire d'avances consenties au marché de l'escompte par d'autres banques que les banques de clearing) se fit sentir. Les disponibilités des banques étrangères, déjà amoindries, trouvaient, dans des « swaps » (opérations liées) sur le dollar et dans des arbitrages sur l'or, des emplois plus rémunérateurs que sur le marché de l'argent quand elles n'étaient pas purement et simplement transférées à l'étranger. Le taux des bons du Trésor resta à un niveau un peu supérieur à  $\frac{1}{2}\%$  jusqu'au milieu de mars. Ensuite, sous l'influence de la situation internationale (et de l'éventualité de la mise en vigueur ou même du relèvement d'un taux d'escompte de  $2\%$ ), il monta à  $1\frac{1}{2}\%$  vers le milieu d'avril pour retomber à  $\frac{3}{4}\%$  au début de mai.

L'alerte de mars-avril 1939 se traduisit aussi par une brusque baisse de la bourse; le War Loan  $3\frac{1}{2}\%$ , par exemple, tomba de 98, au début de mars, à 91 à fin avril. Toutefois, la chute fut relativement plus accentuée pour les valeurs d'Etat à courte échéance qui sont utilisées, soit sur le marché, soit hors du marché, comme placements pour les disponibilités et qui sont, par conséquent, plus exposées à des réalisations urgentes que les valeurs à long terme acquises à titre d'investissement. Dans l'ensemble, les taux d'intérêt à long terme poursuivirent leur progression au cours des huit premiers mois de 1939, et le rendement des obligations d'Etat, qui était de moins de  $3\%$  en 1935/1936, monta à  $4\%$ . On trouve un indice de cette tendance dans le relèvement, en deux bonds de  $\frac{1}{8}\%$  en avril et en mai, des taux d'intérêt appliqués par le Local Loans Fund pour les emprunts afférents aux logements et autres emprunts contractés par les autorités locales. Ces taux sont, maintenant, de 4 à  $4\frac{3}{4}\%$ .

Bien que ce ne fussent pas là des conditions très favorables pour le marché des capitaux frais, presque toutes les émissions de l'année eurent lieu durant les huit premiers mois. D'après les calculs de la Banque d'Angleterre, les émissions nouvelles des affaires industrielles du pays s'élevèrent à 39 millions de livres sterling seulement, soit à la moitié environ du montant de 1938 et à moins du quart de celui de 1936.

En août 1939, à mesure que la situation internationale devenait plus critique, les sorties de capitaux se faisaient plus rapides. Le 24, veille de la chute de la livre sur le marché des changes, le taux d'escompte fut porté de 2 à  $4\%$ . Ainsi prenait brusquement fin une période de sept années, pendant laquelle le taux d'escompte de  $2\%$  était resté invariable. Ce nouveau taux eut des répercussions immédiates: les taux d'intérêt des « clearing banks » sur les avances et les dépôts, les taux d'intérêt des bons du Trésor et les autres taux pratiqués sur le marché subirent des modifications correspondantes. L'affaissement des cours des valeurs de premier ordre fut enrayé par l'introduction de cours minima





(correspondant approximativement aux cotations les plus basses du 23 août) au-dessous desquels il était interdit de traiter. Le cours de  $88\frac{1}{2}$  fut fixé pour le War Loan  $3\frac{1}{2}\%$ , comme il ressort du graphique ci-contre. En bourse, les règlements à quinze jours furent supprimés et toutes les opérations se traitèrent strictement au comptant.

A l'ouverture des hostilités, en septembre, l'on prit un certain nombre de mesures d'exception : réglementation des changes, contrôle du marché des capitaux et autres contrôles. La Banque d'Angleterre octroya des conditions d'escompte spéciales (à  $2\%$  au-dessus de son taux d'escompte) aux accepteurs du marché dont les clients

n'avaient pas pu, en raison de la guerre, faire face à leurs obligations. Si la guerre ne posa aux accepteurs qu'un problème assez aisé par rapport à celui qu'ils eurent à résoudre en août 1914, sa solution fut rendue plus difficile par les quelque 37 millions de crédits allemands de standstill encore en circulation (dont environ  $60\%$  avaient toutefois été retirés du marché bien avant la guerre).

Comme le marché était protégé contre les sorties de capitaux nationaux, la gêne du début de septembre se dissipa bientôt. Le taux d'escompte fut ramené à  $3\%$  le 28 septembre, puis à  $2\%$  le 26 octobre. Les taux du marché avaient tendance à précéder et à devancer le taux d'escompte dans sa marche descendante. Le taux des «clearing banks» pour les avances au marché constitue à cet égard une exception notable; conformément à la tradition, il fut maintenu, en effet, à  $1\%$  au-dessous du taux d'escompte et parvint au faible niveau de  $1\%$ , au mois d'octobre (à rapprocher du taux de  $\frac{1}{2}\%$ , c'est-à-dire inférieur de  $1\frac{1}{2}\%$  au taux d'escompte qui avait été en vigueur durant la période exceptionnelle allant de fin 1934 à août 1939). Etant donné que les avances à court

terme consenties à ce taux par les «clearing banks» sont les ressources principales du marché de l'escompte, le taux des bons du Trésor revint à un chiffre légèrement supérieur à 1%. Avec l'accroissement des réserves en sterling des pays de l'Empire, l'«argent extérieur» est devenu plus abondant. Favorisées par l'abaissement du taux d'escompte et par la liquidité croissante du marché, les valeurs de premier ordre s'élevèrent d'elles-mêmes au-dessus des cours minima dès le début d'octobre (celles à court terme en premier lieu), et les transactions, qui avaient été très difficiles, redevinrent plus normales.

Le financement des dépenses de l'Etat, accrues par la guerre, fut surtout réalisé, comme dans d'autres pays, par des émissions à court terme, et le montant hebdomadaire des bons du Trésor mis en adjudication passa du montant usuel de 30—40 millions de livres à un montant de 55—65 millions. L'on essaya, en novembre, d'attirer la petite épargne en mettant en circulation des certificats d'épargne de 5 à 10 ans et des bons d'épargne à 7 ans. Ces certificats et ces bons comportaient un rendement d'environ 3 $\frac{1}{8}$ % et des facilités de remboursement anticipé; chaque personne ne pouvait en posséder qu'un montant limité (à la fin du mois de mars 1940, il en avait été souscrit pour 120 millions de livres sterling, soit une moyenne d'environ 1 million de livres par jour ouvrable).

Le marché conserva sa liquidité au delà de la fin de l'année et n'eut pas à recourir à la Banque d'Angleterre. Une nouvelle technique d'opérations d'«open market» fut appliquée durant l'année, en avril 1939 d'abord, puis sur une plus vaste échelle, en décembre. La Banque d'Angleterre rompit avec les précédents en achetant directement aux «clearing banks» des quantités considérables de bons du Trésor proches de leur échéance, et les «clearing banks» reconstituèrent à leur tour leur portefeuille en achetant sur le marché des bons à plus long terme. La liquidité des dix «clearing banks» primitives, à fin 1939, ressort du fait que l'augmentation de 163 millions de livres accusée par le montant global des dépôts — qui est passé à 2.350 millions de livres durant l'année — est couverte, à concurrence de 80%, par un accroissement des disponibilités (encaisse, créances à vue et effets escomptés). L'accroissement des dépôts et des disponibilités liquides s'est produit presque entièrement pendant les quatre derniers mois de l'année et reflète l'augmentation des dépenses de l'Etat couvertes par des bons du Trésor. Le volume des «tender bills» en circulation s'est élevé de 500 millions de livres sterling au milieu de septembre à plus de 800 millions en janvier 1940. L'augmentation des dépôts auprès des dix «clearing banks» a été plus forte en 1939 qu'au cours d'aucune autre année depuis 1932, date de la suspension de l'étalon-or et de la conversion du grand emprunt de guerre.

L'augmentation du volume des fonds accumulés par les caisses d'épargne, les compagnies d'assurances et certaines caisses extra-budgétaires réagit sur la

bourse à un moment où il n'y avait pour ainsi dire plus d'émissions nouvelles, le marché s'anima et il en résulta un mouvement de hausse sur les valeurs de premier ordre. Au cours de la seconde quinzaine de janvier 1940, on annonça la conversion de l'emprunt de conversion 4½ % 1940—1944 (dont une large part était aux mains des banques et des établissements boursiers) en un emprunt 2 % de trois à cinq ans, et 250 millions de livres sterling sur les 350 millions en circulation furent convertis. Toutefois, l'on ne fit appel à aucun argent frais. Vers la fin de janvier, l'on interdit même provisoirement les offres de conversion émanant de collectivités publiques et qui impliquaient des appels de fonds. En outre, une série de titres libellés en dollars des Etats-Unis furent requis et payés en livres sterling à leurs porteurs au début de mars. Dès cette époque, et sous l'effet du poids des disponibilités accumulées, les emprunts 3½ % à long terme atteignaient presque le pair et les émissions à moyen terme rapportaient environ 3 %.

Le 5 mars 1940, l'on annonça l'émission au pair, en date du 12 mars, d'un emprunt de guerre 3 % de 15 à 19 ans, d'un montant de 300 millions de livres sterling. Ces 300 millions de livres sterling d'argent frais à long terme correspondaient approximativement à l'augmentation intervenue depuis le début de la guerre dans les adjudications de bons du Trésor et ils suffisaient à couvrir les besoins de trois ou quatre mois au rythme courant des dépenses.

Le total des dépenses de l'Etat passa, en Angleterre, d'une moyenne de 250 millions de livres par trimestre en 1938 à 625 millions pour le premier trimestre de 1940, c'est-à-dire de 2.750.000 livres sterling à près de 7 millions par jour.

#### Dépenses du Gouvernement du Royaume-Uni.

Millions de £ sterling	Total*)			Partie des dépenses couvertes par émissions faites en vertu des « Defence Loan Acts » :		
	1938	1939	1940	1938	1939	1940
Janvier—Mars . . . . .	247	298	625	65	111	166
Avril—Juin . . . . .	235	296	.	—	15	.
Juillet—Septembre . . . .	238	347	.	—	65	.
Octobre—Décembre . . . .	284	543	.	17	246	.

\*) Les postes où recettes et dépenses s'équilibraient ont été omis.

A la suite de l'émission du War Loan 3 %, le chancelier de l'Echiquier a déclaré que « la politique du gouvernement vise à stabiliser les taux d'intérêt et à faire concorder les rendements des emprunts futurs, quel que soit leur type . . . , avec le niveau des taux d'intérêt résultant des conditions auxquelles ont été offerts le récent emprunt de conversion 2 % et l'emprunt de 3 % qui vient d'être émis ». Le 18 mars 1940, une nouvelle liste de cours

minima fut publiée pour les valeurs de premier ordre, qui portait celui du War Loan 3½ % de 88½ à 95, c'est-à-dire à 3 points environ au-dessous du chiffre auquel il était alors couramment coté sur le marché (non compris les intérêts échus). Pour le nouvel emprunt 3 %, le minimum fut fixé à 98, chiffre qui comportait un rendement maximum de 3,14 % (ou de moins de 2 % après déduction de l'impôt sur le revenu calculé au taux usuel).

Protégés par une stricte réglementation des changes, les marchés allemands de l'argent et des capitaux restent insensibles aux mouvements internationaux des fonds mais reflètent l'évolution de la situation intérieure et, plus particulièrement, les changements qui interviennent, soit dans le volume et les méthodes du financement des dépenses de l'Etat, soit dans la demande de capitaux émanant du commerce.

Jusqu'au mois de mars 1938, les dépenses du gouvernement allemand étaient couvertes en partie par l'émission d'effets « spéciaux » qui ne portaient pas le nom du Reich et ne figuraient pas dans les statistiques officielles. Comme il n'a plus été émis d'effets « spéciaux » postérieurement au 1<sup>er</sup> avril 1938, les relevés mensuels afférents à la dette publique peuvent être considérés comme l'image des recettes courantes que le gouvernement obtient de l'emprunt (nous omettons ici certaines émissions qui n'apportèrent pas d'argent liquide, telles que celles auxquelles on a procédé pour dédommager les porteurs allemands de titres d'Etat autrichiens et tchécoslovaques).

Le plan financier de mars 1938 visait à couvrir la fraction des dépenses du Reich en excédent sur les recettes fiscales courantes par des emprunts à long terme, mais une certaine souplesse avait été conférée à ce système par l'émission de bons « de livraison » à 6 mois dans la mesure où de tels bons pouvaient être remboursés à leur échéance. Les emprunts à long terme comprennent les obligations du Trésor émises sur le marché et les emprunts appelés « de liquidité » : obligations à 27 ans écoulées directement auprès des caisses d'épargne, des compagnies d'assurances et des caisses de prévoyance sociale et constituant un placement pour leurs disponibilités liquides. L'augmentation mensuelle de ce genre d'emprunt reflète l'accroissement de l'épargne, soit sous forme de dépôts d'épargne, soit sous forme de versements de primes d'assurance sur la vie, etc.

Les bons « de livraison » furent émis à partir d'avril 1938 à une cadence moyenne de RM. 500 millions par mois et, dès le mois d'octobre, la circulation totale de ces bons atteignait environ RM. 3 milliards (dont les deux tiers environ avaient été pris par les banques). Les premiers bons vinrent à échéance et furent remboursés en novembre 1938, mais d'autres bons furent émis jusqu'en avril 1939. Après cette date, on ne procéda plus à de nouvelles émissions. La quantité des bons « de livraison » en circulation diminua de mois en

Dette intérieure du Reich.  
Augmentations ou diminutions (—) mensuelles\*.

Millions de Reichsmarks	A court terme				A long terme				Certificats d'impôts	Total général
	Reichsbank	Bons du Trésor, etc.	Emprunts à court terme divers	Total	Rentenbank	Émissions sur le marché	Emprunts de «liquidité»	Total net		
	1)	2)	3)	4)	5)	6)	7)	8)	9)	10)
<b>1938</b>										
Avril . .	— 60	246	—	186	—	1.337	210	1.528	—	1.714
Mai . .	5	483	—	488	—	262	148	376	—	864
Juin . .	— 19	502	—	483	—	367	37	289	—	772
Juillet .	18	468	—	486	—	—	10	— 4	—	482
Août . .	18	506	—	524	—	—	299	299	—	823
Septembre	—	240	—	240	—	—	96	— 173	—	67
Octobre .	— 49	186	—	137	—	1.840	55	1.784	—	1.921
Novembre	37	— 213	—	— 176	—	7	157	164	—	— 12
Décembre	53	236	10	299	—	1.171	153	1.223	—	1.522
<b>1939</b>										
Janvier .	—	242	20	262	—	330	362	687	—	949
Février .	—	650	— 10	640	—	2	328	330	—	970
Mars . .	— 73	714	— 20	621	—	100	58	2	—	623
Avril . .	73	994	240	1.307	—	—	10	— 25	—	1.282
Mai . .	—	189	365	554	—	—	144	136	669	1.359
Juin . .	—	— 92	— 325	— 417	—	—	811	676	829	1.088
Juillet .	454	— 215	— 281	— 42	—	—	11	11	781	750
Août . .	126	1.023	—	1.149	—	—	13	13	845	2.007
Septembre	— 461	1.320	—	859	400	—	229	528	905	2.292
Octobre .	324	784	—	1.108	161	—	320	481	803	2.392
Novembre	— 243	1.791	—	1.548	58	—	404	462	—	2.010
Décembre	486	1.053	—	1.539	55	—	358	312	— 161	1.690

\* Il n'est tenu compte dans ce tableau que de la dette intérieure «nouvelles», c'est-à-dire contractée depuis 1924.

1) Avances de trésorerie, dont la limite de RM. 100 millions a été supprimée en juin 1939.

2) Y compris certains autres modes de financement à court terme et en particulier les bons «de livraison» à six mois émis d'avril 1938 à avril 1939 et complètement remboursés dès octobre 1939.

3) En avril et en mai 1939, crédit spécial de transition octroyé par les banques.

5) Prêt au Reich correspondant à l'émission de billets en Rentenmarks pour suppléer aux espèces en circulation.

6) Il n'a pas été procédé à des émissions sur le marché en 1939, les montants figurant au titre du premier trimestre ne sont que des souscriptions à l'emprunt de décembre 1938 arrivées en retard.

7) Émissions faites directement pour employer les disponibilités liquides des caisses d'épargne, compagnies d'assurance, caisses de prévoyance sociale, etc. Montants nets, c'est-à-dire amortissements courants défalqués.

8) Total des emprunts à long terme, défalcation faite de divers amortissements.

9) Employés à des paiements aux termes du nouveau plan financier de mars 1939. Ne sont donc pas, dans leur totalité, des fonds encaissés, mais des recettes budgétaires additionnelles.

mois à mesure qu'ils venaient à échéance jusqu'à ce qu'ils fussent intégralement remboursés, en octobre 1939. Les émissions de bons du Trésor, qui devaient devenir plus tard un des principaux modes d'appel de fonds, commencèrent à prendre de l'importance à partir de la fin de 1938.

Durant l'exercice ayant pris fin en mars 1939, le Reich émit sur le marché des emprunts à long terme pour un montant total de RM. 5.400 millions, en outre les emprunts de «liquidité» lui apportaient RM. 1.900 millions; il se procura

donc, par voie d'emprunts à long terme (défalcation faite d'amortissements s'élevant à RM. 800 millions), un montant net de RM. 6.500 millions représentant environ 60 % des RM. 10.700 millions d'argent frais recueillis au moyen de l'emprunt durant cette période.

Le plan financier de mars 1939 prévoyait que les marchés officiels pourraient être réglés jusqu'à concurrence de 40 % de leur montant par des «certificats d'impôts» à 7 et à 37 mois, en proportions égales. Ces certificats bénéficiaient de certains pouvoirs libératoires limités et pouvaient, avec des avantages divers pour les maisons de commerce, être utilisés soit, à leur échéance, pour le paiement des impôts, soit, au delà de cette date, à titre d'investissement. C'est par ce procédé et non par l'émission sur le marché d'emprunts à long terme qu'on se proposait de faire face aux dépenses. Le marché des capitaux, réservé depuis nombre d'années aux emprunts du Reich, se rouvrit plus particulièrement aux émissions d'obligations industrielles.

A partir de mai 1939, le Reich émit des «certificats d'impôts» à un rythme moyen de RM. 800 millions par mois et, dès la fin d'octobre, le total de ces titres en circulation atteignait RM. 4.800 millions. Mais l'absorption de grandes quantités de ces certificats s'avéra difficile car, bien qu'ils fussent cotés en bourse, ils n'étaient pas réescomptables et ne pouvaient servir de nantissement à des prêts bancaires. On cessa d'en émettre au mois de novembre et la moitié environ des certificats à 7 mois, émis en mai, furent utilisés à des paiements d'impôts en décembre 1939. A partir du 1<sup>er</sup> avril 1940, les «certificats d'impôts» ne purent plus être utilisés comme moyens de paiement.

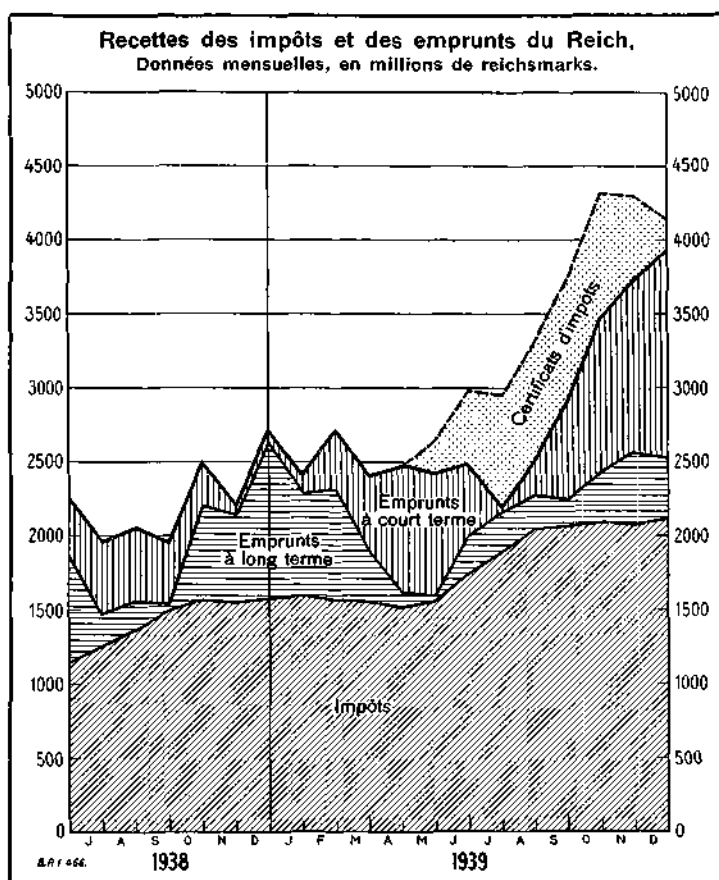
Au cours des neuf mois d'avril à décembre 1939, le Reich a emprunté un montant total de RM. 14.900 millions (y compris une émission d'un chiffre net de RM. 4.700 millions de certificats d'impôts) contre RM. 8.200 millions pendant la période correspondante de 1938. Il n'a pas émis d'emprunts à long terme sur le marché, mais les emprunts de «liquidité» à long terme ont produit RM. 2.300 millions contre 1.200 millions au cours des neuf derniers mois de 1938. Le produit net des emprunts à long et à moyen terme, y compris une somme de RM. 670 millions cédée par la Rentenbank pour suppléer au numéraire et un montant de RM. 2.400 millions de certificats d'impôts à 3 ans, s'est élevé à RM. 5 milliards pendant les neuf derniers mois de 1939, chiffre qui dépasse légèrement le tiers de l'argent frais que le Reich a obtenu par voie d'emprunt. La part accrue faite à l'emprunt à court terme durant cette période s'explique surtout par l'augmentation du volume des bons du Trésor émis d'août à novembre 1939, alors que le total des sommes empruntées chaque mois dépassait RM. 2 milliards. Il convient aussi de mentionner un crédit de transition de RM. 600 millions accordé par les banques et utilisé en avril et en mai 1939. Ce crédit fut remboursé en juin et en juillet lorsque la suppression de l'ancien pla-

fond de RM. 100 millions limitant les avances directes de la Reichsbank permit une plus ample utilisation des avances de trésorerie. En décembre 1939, le total de ces avances s'élevait à RM. 785 millions.

Il est vraisemblable que les dépenses mensuelles augmentèrent, en gros, dans la même mesure que les recettes totales provenant des emprunts et des impôts. Afin de donner une idée plus complète de la situation, l'on a établi le graphique ci-après sur la base de la moyenne mobile en trois mois des données mensuelles (les chiffres trimestriels afférents aux impôts publiés au cours du dernier semestre de 1939 ont été au préalable ramenés à une base mensuelle en s'inspirant de la courbe que suivaient les statistiques mensuelles de ces dernières années).

D'une moyenne de RM. 2.700 millions par mois durant le premier semestre de 1939, le chiffre réel du total mensuel des recettes est monté à RM. 3.750 millions en août et à RM. 5 milliards en septembre, pour baisser au cours des mois suivants. D'août à décembre 1939, cinq mois au cours desquels il a été beaucoup emprunté, il semble que la moitié des dépenses totales ait été couverte par le produit des impôts.

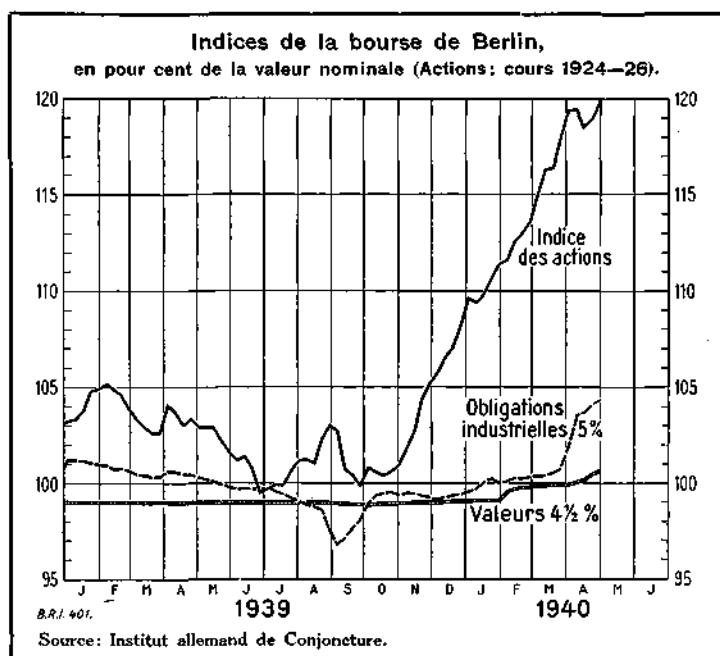
Outre l'influence régulière des paiements trimestriels d'impôts directs, les



réescomptables dans les premiers mois de 1939 dégagèrent de nouveau le marché et, le 2 mai, le taux d'escompte privé enregistrait une baisse de  $\frac{1}{8}$  à  $2\frac{3}{4}\%$ . Le nouveau mode de financement par les certificats d'impôts entraîna, toutefois, à partir du mois de mai, un déplacement des fonds réservés à l'exécution des ordres de l'Etat au profit des firmes industrielles, provoquant ainsi une demande supplémentaire d'avances bancaires tout en freinant l'accroissement des dépôts. En outre, la demande de billets de banque qui se manifesta à l'ouverture des hostilités — et qui eut pour effet de porter la circulation des billets de la Reichsbank de RM. 8.710 millions à 10.970 millions dans les deux semaines qui se terminèrent le 7 septembre — ajouta encore aux difficultés de la situation. Ces conditions, qui persistèrent jusqu'en octobre, se firent sentir

également sur les marchés des actions et des obligations.

Les obligations industrielles touchèrent leur point le plus bas au début de septembre; la Reichsbank, pour soutenir le cours des fonds d'Etat, en acheta pour RM. 100 millions en août, 400 millions en septembre et 100 millions encore en octobre. Les obligations du Trésor  $4\frac{1}{2}\%$  du Reich furent maintenues rigide-



peu au-dessous du pair, mais les certificats d'impôts à trois ans tombèrent à un niveau tel que leur rendement réel dépassa 6 %.

Les conditions se modifièrent rapidement en novembre lors de l'introduction d'une politique d'expansion du crédit. Le Reich cessa d'utiliser les certificats d'impôts mais augmenta l'émission de bons du Trésor réescomptables, tandis que le taux d'escompte privé était encore abaissé de  $\frac{1}{8}$  à  $2\frac{3}{8}\%$  et que, sur le marché des obligations, la Reichsbank, en présence des demandes croissantes, vendait RM. 440 millions de valeurs précédemment achetées par elle. La Banque d'Etat prussienne (Seehandlung) agit de façon plus ou moins analogue sur le marché des actions en vendant une partie des actions prises par le Reich en paiement de la taxe sur les juifs en novembre 1938 et qu'elle détenait en qualité de mandataire.



L'émission de bons du Trésor devint le principal mode de financement de l'Etat et, jusqu'à présent, le marché s'est caractérisé par une liquidité croissante. Les dépôts en banque ont rapidement augmenté et deux nouvelles réductions du taux d'escompte privé ont abaissé celui-ci à  $2\frac{3}{8}\%$ . En janvier, la Reichsbank avait vendu en tout plus d'un milliard de reichsmarks de titres depuis la dernière semaine d'octobre. En février, le cours des obligations du Reich sur le marché s'établit au pair et, en mars 1940, une nouvelle série de certificats du trésor  $4\%$ , à échéance d'environ cinq ans, fut lancée sur le marché à 99 pour répondre à une forte demande d'instruments de placements. En avril 1940, le prix d'émission fut relevé à  $99\frac{1}{4}$  et, en mai, les cours atteignaient le pair.

Bien qu'il fût décidé d'ouvrir le marché des capitaux aux émissions d'obligations industrielles en 1939, les conditions ne se prêtèrent pas à l'émission de nouveaux emprunts pendant les dix premiers mois de l'année. Mais, à partir de novembre, les émissions industrielles purent de nouveau avoir lieu dans des conditions favorables. Le premier emprunt d'importance fut celui de la Compagnie des chemins de fer allemands, qui comportait RM. 500 millions de certificats (1945—1949) à  $4\frac{1}{2}\%$ , sur lesquels RM. 300 millions furent offerts au public à  $98\frac{3}{4}$  au début de novembre 1939. Cet emprunt ayant été couronné de succès, on procéda au lancement en bourse de nombreuses émissions industrielles nouvelles. Durant le dernier trimestre de 1939, ces émissions s'élevèrent à un total de RM. 130 millions (en sus de l'emprunt des chemins de fer), tandis que de nouvelles émissions atteignant RM. 182, RM. 83 et RM. 133 millions étaient effectuées en janvier, février et mars 1940 respectivement, ce qui donne, depuis avril 1939, un total de plus de RM. 900 millions pour l'année. Pour se faire une idée de l'importance de ces chiffres, on peut rappeler que le total des obligations industrielles émises en 1938 avait à peine dépassé RM. 100 millions. En mai 1940, l'Etat prussien émit pour RM. 500 millions d'obligations  $4\%$ , dont 250 millions furent lancés sur le marché à  $99\frac{3}{4}$  (le solde devant servir à la consolidation de valeurs à court et à moyen terme).

La liquidité du marché monétaire persista pendant le printemps de 1940 et, le 9 avril, la Reichsbank abaissa son taux d'escompte officiel de 4 à  $3\frac{1}{2}\%$ , ce qui fut le premier changement enregistré depuis huit ans. Commentant cette réduction du taux d'escompte, le Président de la Reichsbank a déclaré, lors de l'assemblée générale de cette institution, qu'on ne devait la considérer que comme un premier pas vers une politique systématique d'argent à bon marché pratiquée pour alléger le fardeau du financement de la guerre, en premier lieu pour le Reich et, avec le temps, pour l'économie générale du pays. Plus tard, au cours du même mois, la commission centrale du crédit, qui représente les groupes des institutions de crédit du Reich, annonça, pour le 1<sup>er</sup> mai 1940, des réductions générales des taux d'intérêt. D'une part, le taux des avances fut réduit de 5

à 4½ % tandis que, d'autre part, l'intérêt sur les dépôts d'épargne ordinaires était abaissé à 2½ % par une réduction de ½ % et l'intérêt sur les dépôts d'épargne à long terme à 3¼ % par une réduction de ¾ %.

Les taux d'intérêt pratiqués sur les marchés italiens de l'argent et des capitaux firent preuve d'une grande stabilité d'un bout à l'autre de l'année. Le taux d'escompte resta à 4½ % (sans changement depuis mai 1936), tandis que le taux à long terme, qui avait tendance à progresser légèrement au début de 1939, retomba à la fin de l'année. C'est ainsi que le rendement de la rendita 5 % (1935), qui était en moyenne de 5,4 % en 1937 et de 5,5 % en 1938, monta à 5,6 % en avril et en mai pour baisser, surtout après le mois d'août, et aboutir à 5,3 % en décembre 1939 — le plus faible rendement depuis plusieurs années. La plus grande fermeté du marché des obligations, qui se reflète dans ces rendements, s'est accompagnée d'une certaine animation sur le marché des actions; les cours ont monté notamment durant le dernier trimestre de l'année, de sorte que l'indice général du cours des actions était, en décembre 1939, en progres-

sion de 40 % par rapport au début de l'année et leur rendement moyen d'environ 4 % (2 % seulement pour certaines actions de premier ordre). Les dépôts effectués auprès des caisses d'épargne et des institutions de crédit ont considérablement augmenté au cours du second semestre.

#### Dépôts d'épargne en Italie.

En fin d'année	Institutions de crédit	Caisses d'épargne postales	Total
	Millions de lire		
1938	59.672	29.236	88.908
1939*	66.518	30.647	97.165

\* Chiffres provisoires.

Il convient de noter aussi un nouvel accroissement du capital des sociétés italiennes qui n'atteint toutefois pas l'ampleur de celui qui a été enregistré en 1938 où des émissions exceptionnelles d'actions de dividende eurent lieu en raison de la taxe de 10 % prélevée sur le capital social.

#### Capital des sociétés italiennes par actions.

Millions de lire	Nouvelles sociétés créées	Augmentations de capital	Réductions de capital	Liquidations de sociétés	Capital Augmentation(+) ou diminution (-)	Montant du capital global en fin d'année
1934	414	3.134	3.664	3.347	- 3.463	44.320
1935	311	2.787	1.811	1.512	- 225	44.095
1936	354	3.608	1.327	925	+ 710	44.805
1937	2.283	3.282	621	2.054	+ 2.890	47.695
1938	341	6.568	545	929	+ 5.434	53.129
1939*	500	4.300	1.000	700	+ 3.100	56.300

\* En chiffres ronds.

La hausse qui s'est manifestée sur les marchés des actions et des obligations et que nous avons notée ci-dessus était propice à des émissions importantes. Le Finsider (groupe financier contrôlant quatre grandes sociétés de métallurgie, de mécanique et d'électricité), en particulier, émit pour 900 millions de lire d'actions nouvelles, doublant ainsi son capital à 1.800 millions de lire. Mais c'est l'Etat qui procéda à l'émission la plus importante: au milieu de février 1940, celui-ci mit en souscription des obligations du Trésor 5 % à 9 ans, au cours de 97½, afin de couvrir un déficit, évalué à 6 milliards de lire, afférent au budget 1939/1940 et de rembourser les obligations du Trésor venant à échéance. Les souscriptions atteignirent 16 milliards de lire environ, dont 10.500 millions de lire d'argent frais qui permirent au Trésor de rembourser une partie des avances qu'il avait reçues de la Banca d'Italia à des fins de défense nationale.

A l'automne de 1936, après la dévaluation du franc, les taux d'intérêt baissèrent en Suisse et le régime de bon marché de l'argent atteignit son maximum en 1938 lorsque le rendement moyen de douze obligations de la Confédération et des chemins de fer tomba au-dessous de 3 %. A ce moment, le poste «autres engagements à vue» du bilan de la Banque nationale, qui était constitué en grande partie par les réserves de caisse des banques commerciales, monta à près de 2 milliards de francs suisses; il s'agissait là d'un montant extraordinairement élevé à un moment où, par ailleurs, la circulation des billets ne s'élevait qu'à environ 1.500 millions de francs suisses.

En 1939, les taux à court terme n'ont, en fait, que peu varié: le taux d'escompte officiel, qui était à 1½ % depuis novembre 1936, demeura invariable durant toute l'année, tandis que le taux d'escompte privé subit un seul ajustement qui le porta de 1 à 1¼ % en septembre. En 1938, la Confédération avait commencé à demander des avances sur «rescriptions», c'est-à-dire sur bons du Trésor, à la Banque nationale. En mai 1939, ces avances furent remboursées à l'aide du produit d'une émission de certificats du Trésor de deux à trois ans que l'Etat put placer auprès des banques commerciales jusqu'à concurrence de 120 millions de francs suisses, à des taux variant entre 2¾ % et 3 %. Par suite de cette opération et de la sortie de fonds au cours du premier semestre de l'année, les «autres engagements à vue» de la Banque Nationale Suisse baissèrent de 1.700 millions de francs suisses, au début de 1939, à 1.100 millions de francs suisses à la fin de juin. Le marché, nous l'avons déjà vu, n'éprouva en septembre, lors de l'ouverture des hostilités, qu'une très légère tension, la mise en circulation de 300 millions de francs suisses de billets nouveaux ayant été entièrement couverte par les retraits que les banques avaient opérés et qui avaient eu pour effet de ramener leurs avoirs liquides auprès de la Banque nationale à 800 millions de francs suisses (montant inférieur à la moitié de celui de 1938, mais toujours élevé cependant par rapport aux normes habituelles).

Bien que la Banque nationale n'ait effectué que des opérations d'escompte de peu d'importance en septembre, le Président a déclaré, en mars 1940, dans son discours à l'Assemblée générale, que l'aide prêtée par la Banque au marché ne saurait être appréciée seulement d'après les chiffres qui figurent dans les comptes, car un soutien indirect lui a été octroyé sous forme de promesses d'escompte ou d'avances sur titres en cas de nécessité. Ainsi, les prêteurs avaient la certitude de pouvoir, le cas échéant, se procurer les disponibilités voulues (comme cela s'était déjà produit dans le passé).

En octobre 1939, la Confédération donna suite à une offre des banques qui lui proposaient d'acquérir 200 millions de francs suisses d'obligations du Trésor à raison de 60 millions remboursables en une année à  $2\frac{3}{4}\%$ , 80 millions en deux ans à  $3\frac{1}{4}\%$  et 60 millions en trois ans à  $3\frac{1}{2}\%$ . En fait, le marché monétaire resta assez liquide, surtout après la fin de l'année, lorsque les billets de banque refluent en quantité considérable. A fin mars 1940, les «autres engagements à vue» de la Banque nationale se chiffraient à 700 millions de francs suisses (contre une circulation de billets atteignant 2 milliards de francs suisses).

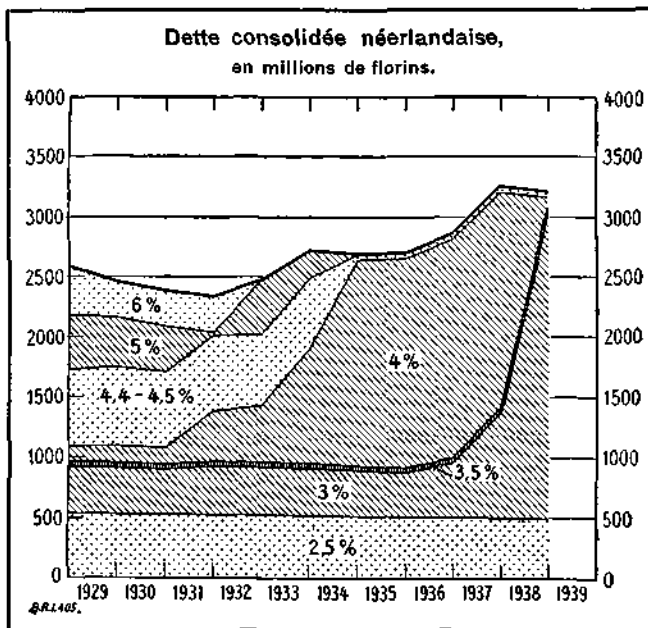
Le changement intervenu en 1939 dans la situation internationale se fit sentir plus vivement sur le marché à long terme que sur le marché à court terme. Le rendement moyen des douze obligations de la Confédération et des chemins de fer, dont il a déjà été question, passa de 3 à  $3\frac{1}{2}\%$  au printemps de 1939 et, après avoir touché  $4\frac{1}{2}\%$  en automne, il tomba à  $4\frac{1}{4}\%$  en fin d'année. La Confédération, dont les emprunts à la Banque nationale avaient été intégralement remboursés avant le début de la guerre, emprunta de nouveau sur «rescriptions» à la Banque pour un montant qui s'élevait à environ 200 millions de francs suisses (y compris les chemins de fer fédéraux) au début de mars 1940. Dans les premiers jours du même mois, un emprunt de défense nationale à 10 ans, de 200 millions de francs suisses (à intérêt de  $3\frac{1}{2}\%$  pendant les quatre premières années et de 4% ensuite), fut émis à 99,4 pour couvrir une partie des dépenses de mobilisation. Après cette émission, la Confédération racheta les rescriptions remises à la Banque nationale. Les frais de la mobilisation et les autres dépenses extraordinaires d'ordre militaire ont été évalués, depuis l'ouverture des hostilités jusqu'en juin 1940, à environ 2.500 millions de francs suisses dont une partie sera fournie par de nouveaux impôts et par l'augmentation du taux de divers impôts extraordinaires anciens.

Le relèvement du taux à long terme offre une importance particulière en Suisse. Tout d'abord, une fraction appréciable des ressources des banques provient de l'émission d'obligations de trois à cinq ans ayant le caractère de dépôts à terme fixe. Toute modification du taux d'intérêt de ces obligations doit être soumise à l'approbation de la Banque nationale qui ne dispose toutefois pas d'un droit de veto. En 1939, après avoir cherché à retarder, par l'offre

d'autres avantages (échéances plus courtes etc.), les hausses de taux réclamées de nombreux côtés, il fallut se résoudre à accepter des augmentations qui eurent pour effet de relever les taux jusqu'à 4%, c'est-à-dire à un niveau supérieur de 1% à celui enregistré une année auparavant. En second lieu, le volume considérable de la dette hypothécaire existant dans le pays confère au taux de l'intérêt hypothécaire une importance spéciale au regard de l'économie suisse. En cours d'année, ce taux a également progressé approximativement de 3 à 3 $\frac{3}{4}$ %.

Depuis 1932, et à quelques interruptions près, les taux d'intérêt n'avaient fait que baisser aux Pays-Bas. Le bon marché de l'argent s'était accentué après la dévaluation du florin en 1936 et avait atteint, comme en Suisse, son maximum en 1938, année où le total des dépôts auprès de la Nederlandsche Bank — qui fournit une bonne indication de la liquidité du marché — s'éleva à 1 milliard de florins et dépassa le volume des billets en circulation. Le taux d'escompte officiel de 2% était en vigueur depuis fin 1936, mais le taux d'escompte privé continua de baisser jusqu'à ce qu'il eût atteint une moyenne de 0,2% seulement en 1938, année où le taux de la «prolongatie» (prêt en bourse

à un mois) était de 0,5% et le rendement de la rente d'Etat non rachetable tout juste de 3%. Le graphique ci-contre montre comment le gouvernement mit à profit cette période de bon marché extrême de l'argent pour réduire l'intérêt versé sur la dette consolidée. Alors qu'en 1929, 60% de la dette consolidée portaient intérêt à 4,4% ou plus, à fin 1938, la presque totalité de cette dette avait été convertie sur la base d'un intérêt de 3%.



Le marché monétaire fut calme au cours des sept premiers mois de 1939, à part une légère tension enregistrée en mars et en avril et qui eut pour conséquence de porter momentanément le taux d'escompte privé à 1 $\frac{3}{4}$ %, soit dans le voisinage immédiat du taux d'escompte officiel. Mais il se produisit une sortie de capitaux dont la conséquence la plus claire fut la diminution progressive des «autres» dépôts auprès de la Nederlandsche Bank (comprenant principalement les réserves de caisse des banques commerciales) de plus de 600 millions de

florins au début de l'année à environ 350 millions en juillet, tandis que le rendement de la rente non amortissable se relevait doucement à  $3\frac{1}{2}\%$ .

Le 11 août, la faillite de la Banque Mendelssohn, qui avait de larges ramifications aux Pays-Bas et dans d'autres pays, eut de fortes répercussions sur les marchés. L'argent se fit plus rare, la Nederlandsche Bank porta son taux d'escompte de 2 à  $3\%$  à la date du 29 août. La faillite de la banque Mendelssohn et l'ouverture des hostilités entraînèrent une certaine pression sur la banque centrale. La circulation des billets atteignit son point culminant de 1.200 millions de florins le 4 septembre, ce qui représentait une augmentation de près de 200 millions de florins en deux semaines. Les « autres » dépôts, perdant 80 millions de florins, passèrent à 300 millions de florins, tandis que les crédits accordés sous forme d'escomptes et d'avances augmentaient de 100 millions de florins. Au cours des semaines suivantes, la situation se détendit et si le taux d'escompte officiel demeura à  $3\%$ , le taux d'escompte privé retomba de  $3\%$  à un taux légèrement supérieur à  $2\%$ .

L'importance des avances sur titres dites « prolongatie » a beaucoup diminué au cours des dernières années, bien que ces opérations demeurent un trait caractéristique du marché d'Amsterdam. A la fin du mois d'août et au début de septembre, le taux de la « prolongatie » haussa d'un bond à plus de  $4\%$  (contre  $\frac{1}{2}\%$  au cours du premier trimestre de l'année). Toutefois, aucune difficulté ne s'ensuivit: en fait, le total de ces avances était évalué à 50 millions de florins seulement contre 325 millions en 1914 et une hausse rapide se produisit en septembre 1939 sur le marché d'Amsterdam comme sur celui de New-York, de sorte que les emprunts du marché furent aisément couverts.

Dans l'intervalle, la Trésorerie s'était trouvée de plus en plus à l'étroit. Au cours des sept premiers mois de l'année, les banques avaient dégarni leur portefeuille d'obligations du Trésor, si bien que le total de ces obligations en circulation baissa de 220 millions de florins à la fin de décembre 1938 à 155 millions de florins à la fin de juillet 1939. La Trésorerie commença à émettre des bons du Trésor sur le marché au mois de mai, toutefois, dès le mois d'août, elle avait entièrement épuisé son dépôt et se voyait obligée d'emprunter à la Nederlandsche Bank.

Les dépenses de mobilisation, évaluées à 1,7 million de florins par jour, et d'autres charges extraordinaires firent brusquement monter le total des dépenses de l'Etat, qui semblent avoir été couvertes, à concurrence de  $50\%$  environ, par le produit de l'impôt. Le déficit fut en grande partie couvert par des émissions de bons du Trésor aisément absorbés par les banques, notamment après septembre, alors, entre autres raisons, qu'elles avaient réalisé des avoirs en livres sterling. En décembre, un emprunt  $4\%$  à 40 ans d'un montant de 300 millions de florins fut émis pour consolider partiellement la dette flottante.

Situation de la Trésorerie néerlandaise.

Chiffres de fin de mois, en millions de florins	Disponibilités liquides: dépôt auprès de la Nederlandsche Bank	Emprunts à court terme							Total des emprunts au marché et à la Nederlandsche Bank
		à la Nederlandsche Bank			au marché				
		Avances et découvert	Bons du Trésor	Total	Obligations du Trésor	Bons du Trésor	Argent à vue	Total	
1939 Juillet .	46	—	—	—	155	64	—	219	219
Août . .	—	13	23	46	135	75	5	215	261
Sept. . .	—	11	51	62	123	135	5	263	325
Oct. . .	—	19	9	28	109	223	5	337	365
Nov. . .	—	18	68	86	100	275	10	385	471
Déc. . .	—	7	76	83	99	327	10	436	519
1940 Janvier .	—	17	16	33	79	383	10	472	505
Février .	—	7	36	43	79	388	70	537	580
Mars* . .	18	—	—	—	79	368	—	447	447

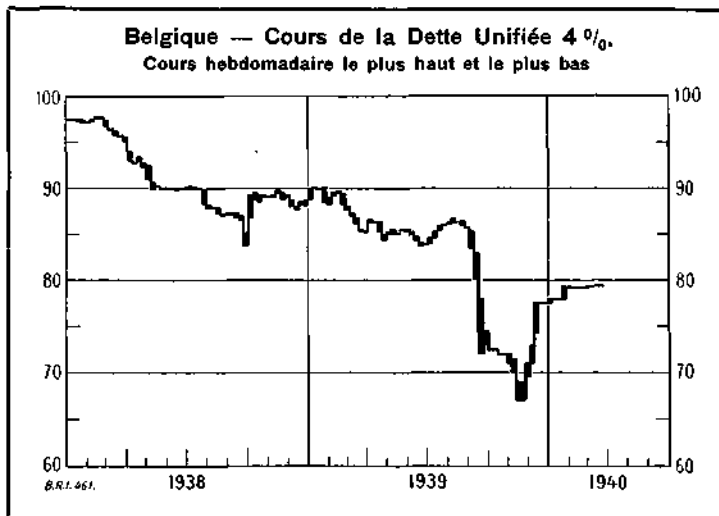
\* 21 mars.

Mais, bien que les taux du marché à court terme eussent baissé après septembre, les taux d'intérêt à long terme avaient continué à progresser de  $3\frac{1}{2}\%$  en juillet à environ  $4\frac{1}{4}\%$  en décembre. L'emprunt d'Etat  $4\%$  offrait donc des conditions quelque peu inférieures à celles du marché, mais le fait que ces titres pouvaient être utilisés au pair pour payer certains impôts directs aurait probablement eu pour effet d'abréger considérablement la durée de l'emprunt, et cependant le public ne souscrivit qu'une somme inférieure à 100 millions de florins.

En février 1940, on émit un nouvel emprunt  $4\%$  à 40 ans d'un montant de 300 millions de florins. Les titres correspondants ne pouvaient pas être utilisés au pair pour des paiements d'impôts, mais, conformément au procédé dont on avait usé pendant la guerre de 1914—1918 pour le placement des fonds d'Etat, la loi qui en autorisait l'émission prévoyait un emprunt forcé à  $3\%$  au cas où l'emprunt volontaire n'aurait pas été souscrit. Cet emprunt fut couronné de succès et entièrement souscrit par le public. Le premier cours coté fut de  $96\frac{1}{4}$ , chiffre qui était tombé, à fin mars 1940, à  $93\frac{1}{2}$ , correspondant à un rendement de  $4\frac{1}{2}\%$  (tandis que l'emprunt de décembre se maintenait à  $99\frac{1}{4}$ ). Cependant, le marché monétaire s'était desserré, le taux de la « prolongatie » s'établissant à  $2\frac{1}{2}\%$  et le taux d'escompte privé ayant baissé à  $1\%$ .

La réévaluation de l'encaisse-or de la Nederlandsche Bank, effectuée à la fin de mars 1940, entraîna pour l'Etat un profit de 132 millions de florins à porter au crédit du fonds d'emprunt sur lequel était prélevée une partie des frais de la mobilisation.

Les marchés de l'argent et des capitaux belges connurent en 1939 une situation particulièrement troublée: sorties de capitaux au printemps, diminutions continuelles des dépôts auprès des banques commerciales, faillites à l'au-



tomne, mesures financières extraordinaires prises par le gouvernement et baisse accentuée de la rente d'Etat.

La crise des changes du mois de mai 1938, au cours de laquelle la Banque Nationale de Belgique perdit 4 milliards de francs belges d'or en un mois et releva son taux d'escompte de

2 à 4 %, se produisit à nouveau en mars et en avril 1939, mais avec moins d'intensité. 4.400 millions de francs belges d'or furent perdus durant ces deux mois, les banques réduisirent de 2 milliards de francs belges leurs dépôts à vue auprès de la Banque nationale et elles empruntèrent, sous forme d'escomptes et d'avances, 2.650 millions de francs belges (couvrant également, à concurrence de 250 millions de francs belges, une augmentation de la circulation des billets). Le taux d'escompte, qui avait été ramené à 2 1/2 % en octobre 1938, fut relevé à 4 % le 17 avril. Le reflux des capitaux, noté pendant les mois qui suivirent (et qui eut pour conséquence de porter la réserve de la Banque nationale en août au niveau le plus élevé qu'elle eût connu depuis février 1938), permit de ramener le taux d'escompte à 3 % le 11 mai et à 2 1/2 % le 6 juillet. A ce moment, la Banque nationale prit, pour favoriser le crédit, les deux mesures suivantes: l'escompte sur les effets relatifs à des marchandises exportées fut fixé à un taux inférieur de 1 % au taux d'escompte officiel (1 1/2 %), et les «avances en compte courant» garanties par des fonds d'Etat à moins de 120 jours d'échéance (y compris, par conséquent, les certificats du Trésor) se virent appliquer le taux d'escompte officiel (2 1/2 %).

Cependant, les banques ne retrouvèrent pas entièrement leur liquidité car leurs encaisses déposées auprès de la Banque nationale se montaient, en juillet et en août, à environ 1.200 millions de francs belges, contre 2.500 millions en janvier et en février 1939 et 4 milliards au début de 1938.

Il semble que la diminution des dépôts auprès des banques commerciales belges au cours de ces dernières années puisse être attribuée à trois causes principales: aux transferts de fonds attirés par les taux plus élevés des caisses d'épargne, à une certaine thésaurisation des billets et au retrait de capitaux étrangers (ainsi qu'à une quantité relativement minime de capitaux belges) du



Dépôts auprès des banques belges.

Chiffres de fin de mois, en millions de francs belges	Dépôts		Circulation de billets
	banques commerciales	caisses d'épargne*	
1936 Décembre	23.570	11.456	22.702
1937 »	21.971	12.489	21.542
1938 »	18.085	12.671	21.989
1939 Mars	17.228	12.567	21.619
Juin	16.811	12.338	22.212
Septembre	15.772	11.795	27.066
Décembre	14.494	11.958	27.994

\*) Les chiffres afférents à décembre comprennent l'intérêt rapporté.

eut lieu en novembre, et celle du Crédit Anversois, au début de décembre. Le premier de ces établissements fut réorganisé sans perte pour les déposants par un consortium bancaire, mais le second fut contraint de liquider: les déposants reçurent 75% de leurs créances jusqu'à 10.000 francs belges et 25% au-dessus de ce montant. L'Institut de Réescompte et de Garantie, fondé en 1935 en vue d'octroyer des crédits aux banques sur des garanties qui, en raison de leur nature, ne pouvaient être prises en nantissement par la Banque nationale, eut à ouvrir des crédits extraordinaires qui, à la fin de 1939, se montaient à 568 millions de francs belges. Toutefois, les dépôts qui se trouvaient placés auprès des banques en difficulté ne représentaient que 3 1/2 % de l'ensemble des dépôts en banque.

En août 1939, les opérations d'«open market» permises à la Banque nationale furent étendues au delà des limites fixées en 1937. Le maximum imposé fut élevé de 1.500 millions de francs belges à 5 milliards auxquels, à la fin de 1939, s'ajoutèrent 686 millions de francs belges provenant d'amortissements de titres détenus en portefeuille en vertu de lois antérieures. Les frais de mobilisation et les autres dépenses d'ordre militaire, évalués à quelque 6 milliards de francs belges par an, furent principalement couverts par l'émission de certi-

Banque Nationale de Belgique.  
Avoirs en effets publics.

Chiffres de fin de mois, en millions de francs belges	Court terme	Long terme	Total
1938 Décembre .	25	603	628
1939 Mars . . . .	211	622	833
Juin . . . .	225	660	885
Septembre .	414	1.132	1.546
Décembre .	3.740	862	4.602

pays. En 1939, la chute, jusqu'au mois de novembre, de la rente «unifiée» 4 % constitua un facteur supplémentaire de baisse.

La faillite de la Banque Mendelssohn d'Amsterdam précipita la fermeture de la Caisse Générale de Reports et de Dépôts à Bruxelles, qui

ficats du Trésor à court terme pris, en grande partie, par la Banque nationale dont le portefeuille de titres d'Etat s'augmenta comme le montre le tableau ci-contre.

A la fin de décembre 1939, la Banque nationale détenait une part

de 3.740 millions de francs belges de la dette intérieure à court terme dont le montant total s'élevait à 4.430 millions.

Ainsi qu'on peut s'en rendre compte sur le graphique de la page 146, la rente 4% baissa fortement, surtout en septembre 1939, elle tomba au-dessous de 70 en novembre pour se relever à 77½ à la fin de l'année et atteindre presque 80 dans le premier trimestre de 1940. La Banque nationale se rendit acquéreur de titres à long terme pendant les mois d'août et de septembre mais, à la fin du mois de décembre, elle avait réduit son portefeuille d'environ 270 millions de francs belges. En septembre 1939, le ministre des finances fut autorisé à liquider le fonds des rentes créé en 1935. Vers le milieu de 1938, l'encaisse-or de ce fonds, qui s'élevait, à l'origine, à 1 milliard de francs belges prélevés sur les actifs réévalués de la Banque nationale, avait été cédée à cette banque contre des francs qui furent entièrement investis dans des rentes.

Le retour de confiance qui se marqua après novembre 1939, ainsi qu'une balance commerciale au solde actif exceptionnellement élevé qui fit grossir les réserves de la Banque nationale, influèrent favorablement les marchés de l'argent et des capitaux et, le 25 janvier 1940, le taux d'escompte fut ramené à 2%. A partir du 31 janvier 1940, le gouvernement belge émit un «Emprunt de l'Indépendance» sous la forme de bons du Trésor au porteur à 4, 8 et 12 mois et comportant des remises correspondant à des intérêts de 2,4, 2,7 et 3% respectivement. Pendant le premier trimestre de 1940, plus de 2 milliards de francs belges environ de ces bons furent souscrits.

Dans les pays nordiques, le passage de l'état de paix à l'état de guerre en Europe provoqua, sur les marchés de l'argent et des capitaux, des modifications qui furent presque plus radicales que partout ailleurs. Sur la Banque centrale de Suède, une triple pression s'exerça: celle des banques qui étaient l'objet de demandes de fonds de la part du public, celle de la Trésorerie qui devait faire face à des dépenses extraordinaires et celle, enfin, qui résultait de la situation des échanges avec l'étranger; à cet égard, on enregistrait des sorties de capitaux, un accroissement des excédents d'importation et des conditions nouvelles du commerce extérieur qui exigeaient le versement au comptant de sommes en devises plus élevées.

Ce nouvel état de choses ne ressemblait en rien au précédent. De 1920 à 1930, les banques suédoises avaient constamment et totalement utilisé leurs ressources. Les crédits consentis au public dépassaient les dépôts d'une somme qui pouvait égaler le capital global des banques (800 millions de couronnes suédoises environ), alors que les encaisses étaient très faibles et dépendantes des facilités de réescompte accordées par la Sveriges Riksbank qui, de cette façon, tenait le marché bien en main. Au cours de la grande dépression, le volume des crédits octroyés par les banques se contracta et les dépôts restèrent plus ou moins semblables,

tandis que la reprise des affaires des années 1930—1939 fut caractérisée par le fait que les dépôts grossirent plus vite que les crédits en raison de rentrées d'or et de devises. Les banques constituèrent donc de fortes encaisses, elles n'eurent plus à recourir à la Riksbank et, en 1937, l'excédent habituel des crédits sur les dépôts fit, pour la première fois dans l'histoire bancaire de la Suède, place à un excédent des dépôts sur les crédits. En 1938 et pendant les trois premiers trimestres de 1939, les dépôts égalèrent approximativement les crédits accordés par les banques et celles-ci conservèrent de larges liquidités, légèrement inférieures cependant aux chiffres-records de 1937.

L'ouverture des hostilités, qui se sont ultérieurement étendues à la Finlande, modifia rapidement la situation. La constitution d'approvisionnements, l'accroissement du volume du commerce intérieur, l'augmentation des importations et la diminution de la durée des crédits commerciaux s'ajoutant au désir général de s'assurer une liquidité maxima et aux fuites de capitaux étrangers mirent les banques dans l'obligation de prêter davantage au public à un moment où d'importants prélèvements étaient effectués sur leurs dépôts. Le changement qui s'est produit dans la situation des

Banques commerciales suédoises.

Chiffres de fin de mois, en millions de couronnes suédoises	Août 1939	Mars 1940	Changements portant sur les sept mois
Dépôts . . .	4.717	4.391	— 326
Crédits . . .	4.618	4.966	+ 348

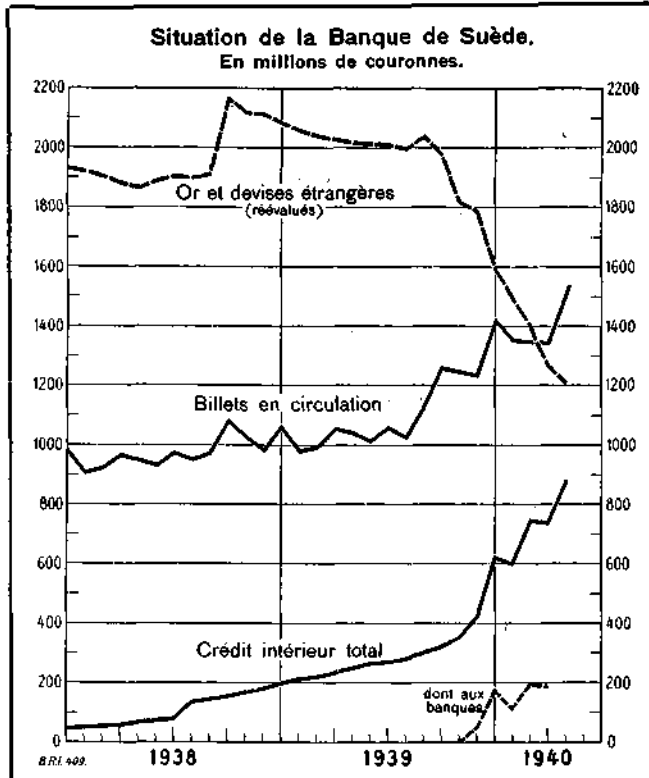
banques commerciales suédoises depuis le mois d'août 1939, est résumé ci-contre.

Si l'on ajoute au chiffre de l'augmentation des crédits bancaires celui de la diminution des dépôts, l'on obtient un total de 674 millions de couronnes suédoises qui donne une idée de la pression à laquelle les banques furent soumises. Il en résulta un excédent des crédits sur les dépôts qui s'élevait à 575 millions de couronnes suédoises en mars 1940. Les banques durent employer la presque totalité de leurs encaisses, et la Riksbank fut appelée à réescompter près de 200 millions de couronnes suédoises d'effets.

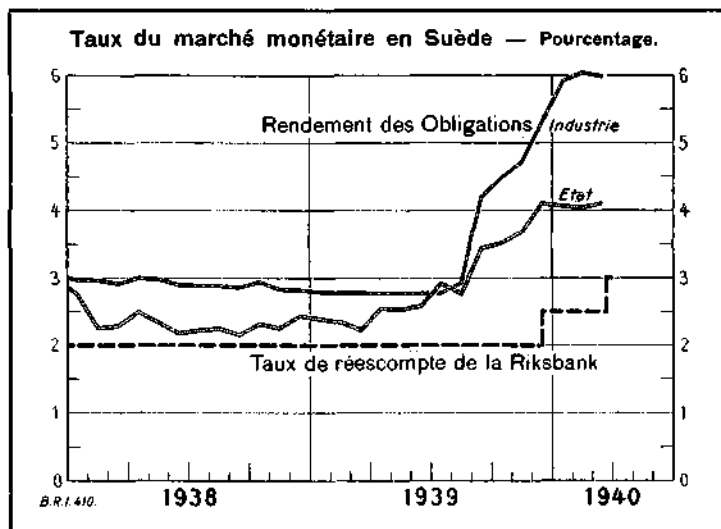
Situation de la Sveriges Riksbank.

Chiffres de fin de mois, en millions de couronnes suédoises	Août 1939	Mars 1940	Changements portant sur les sept mois
Dépôts publics .	388	138	— 250
Autres dépôts .	437	95	— 342
Total des dépôts	825	233	— 592
Réescomptes .	néant	188	+ 188
Autres crédits .	257	550	+ 293
Total des crédits	257	738	+ 481
Or et devises étrangères .	2.037	1.332	— 705
Billets en cir- culation . .	1.126	1.342	+ 216

La situation de la Riksbank fut elle-même affectée par l'octroi de crédits autres que les crédits de réescompte.



d'une façon générale, que les besoins accrus de l'Etat et la demande privée de crédits devaient naturellement engendrer un affermissement des taux d'intérêt, et les caisses d'épargne, en présence des retraits effectués par leurs clients, furent parmi les



La pression subie par la Riksbank peut se mesurer à ses pertes en devises auxquelles il faut ajouter l'accroissement du volume des billets en circulation. Le graphique ci-contre montre la rapidité du changement intervenu à partir de l'été de 1939.

Le 15 décembre, le taux d'escompte officiel fut relevé de  $\frac{1}{2}\%$  et porté à  $3\%$  et le taux de réescompte pour les banques à  $2\frac{1}{2}\%$  (premier changement intervenu depuis décembre 1933). Des ajustements corrélatifs furent opérés dans les taux des prêts des banques commerciales. L'on considérait,

premières à relever les leurs. Le 20 mars, le taux de réescompte fut relevé et porté au même niveau que le taux d'escompte officiel, soit  $3\%$ . Le 17 mai 1940, les deux taux furent portés à  $3\frac{1}{2}\%$  (ce dernier changement n'est pas indiqué sur le graphique ci-contre).

La tendance des taux à long terme est

indiquée par l'augmentation du rendement des obligations de l'Etat suédois en circulation qui passa de  $2\frac{1}{2}\%$ , au deuxième trimestre de 1939, à une moyenne de  $3\%$  au troisième trimestre, et à  $4\%$  au mois de décembre, ce qui était le rendement le plus élevé depuis 6 ans. Le rendement des obligations industrielles augmenta plus rapidement pour se trouver, à la fin de l'année 1939, bien au-dessus de  $5\%$ . Des conditions semblables régnèrent sur le marché hypothécaire où le taux d'intérêt sur les hypothèques de premier rang à 10 ans, qui s'était stabilisé depuis la fin de 1937 à  $3\%$  environ, augmentait rapidement tandis que les offres de prêts se raréfiaient.

Des cours minima furent mis en vigueur en bourse à l'ouverture des hostilités tant pour les actions que pour les obligations et ils provoquèrent, comme en Angleterre (où cependant l'on n'avait fixé des minima que pour les valeurs de premier ordre), une certaine stagnation des affaires. En Suède, l'on réduisit les cours de temps à autre selon les conditions du moment mais, dès le début de 1940, on renonça au système des cours minima pour laisser les cours trouver librement leur niveau sur le marché; sur ces entrefaites les émissions d'obligations, qui avaient été nombreuses durant le second et le troisième trimestres de 1939, tombèrent, pendant le quatrième, à un chiffre très bas, égal seulement à moins de la moitié du montant des amortissements afférents audit trimestre.

En décembre 1939, le gouvernement commença d'émettre des certificats d'épargne de petits montants, rapportant presque  $4\%$  et dont nul ne pouvait détenir pour plus de 500 couronnes suédoises. Un emprunt, sous forme d'obligations à prime, d'un montant de 150 millions de couronnes suédoises, fut émis au mois de janvier 1940 à un prix équivalant au taux d'intérêt de  $3\frac{3}{4}\%$ . Au mois de février, un emprunt d'Etat  $4\frac{1}{2}\%$  de 5 à 35 ans (convertible après 10 ans), d'un montant de 100 millions de couronnes suédoises, fut émis à  $99\%$ , cours correspondant aux conditions du marché et facilement placé. C'était l'intérêt le plus élevé versé sur une émission d'Etat depuis 1932. Le changement avait été soudain, puisque, en juillet 1939 encore, un emprunt de conversion de l'Etat portait intérêt à  $2\frac{3}{4}\%$  et comportait le rendement le plus bas de toutes les émissions d'Etat à long terme en circulation. Le 1<sup>er</sup> avril 1940, l'intérêt des dépôts des caisses d'épargne fut porté de  $3$  à  $3\frac{1}{2}\%$  et, au mois de mai, les banques commerciales suivirent cet exemple en élevant à la fois leurs taux d'intérêt sur capitaux prêtés et sur dépôts.

La situation du marché au Danemark était étroitement fonction de l'état du commerce extérieur du pays. L'amélioration progressive de la balance commerciale en 1937/38 permit d'abaisser le taux d'escompte officiel de  $\frac{1}{2}\%$  et de le ramener à  $3\frac{1}{2}\%$  au mois de février 1939. A partir d'avril, les prix à l'exportation tendirent à baisser et les choses se gâtèrent légèrement sans toutefois exercer d'influence sensible sur les taux d'intérêt ou sur la politique libérale de

crédit que pratiquaient les banques; d'autre part, le marché des obligations, très important au Danemark, resta ferme. A l'automne, des cours maxima ayant été fixés en Angleterre pour les produits agricoles, les prix des denrées danoises exportées ne purent hausser librement. Comme, dans le même temps, ceux des marchandises importées devenaient très élevés, les échanges commerciaux du Danemark prirent une tournure nettement défavorable.

Cette évolution eut un effet immédiat sur la situation intérieure, tant monétaire que bancaire. Les réserves de devises de la Banque nationale, qui s'élevaient au chiffre net de 69 millions de couronnes danoises à la fin du mois d'août, étaient entièrement épuisées dès le milieu d'octobre, et un déficit de 49 millions de couronnes danoises, provenant de prélèvements sur des crédits étrangers, apparut à la fin de l'année. Le taux d'escompte fut porté, par deux paliers de 1 % chacun à 4½ % le 20 septembre et à 5½ % le 10 octobre. L'indice des obligations baissa de 100 au mois d'août à 92 au mois de décembre. Une offre de conversion de l'Etat portant sur 60 millions de couronnes danoises de certificats du Trésor 4½ % à échéance de 18 mois seulement fut faite légèrement au-dessous du pair en novembre, mais plus de la moitié de cette émission dut être prise par le consortium des banques. Un tiers de l'augmentation de 270 millions de couronnes danoises (60 % environ), intervenue dans les crédits accordés par la Banque nationale de septembre à décembre, correspondait à l'augmentation du découvert du compte du ministère des finances. L'indice des obligations se tassa légèrement à 91 en janvier 1940, mais la Banque nationale cessa de perdre des devises car l'octroi de permis d'importation était devenu beaucoup plus sévère. (En mai 1940, le taux d'escompte de la banque a été ramené à 4½ %.)

L'évolution de la situation a été, en Norvège, assez semblable à celle du Danemark avec peut-être un caractère de moindre violence, bien que le marché des obligations y ait donné plus précocement des signes de faiblesse. L'indice était tombé progressivement de 100 en décembre 1938 à 96 en juin 1939, au détriment, dans une certaine mesure, de la liquidité des portefeuilles d'obligations des banques commerciales. Des besoins accrus de crédit intérieur, aggravés par des pertes de devises, obligèrent la Norges Bank à relever son taux d'escompte officiel de 1 % pour le porter à 4½ % le 22 septembre, mesure qui, d'après le gouverneur de cette banque, «aurait dû être prise un peu plus tôt». En dehors des crédits habituels octroyés aux banques commerciales, la Norges Bank eut recours à des arrangements spéciaux pour aider les banques à financer les importations qui ne bénéficiaient plus des crédits étrangers ordinaires. En outre, elle prit provisoirement à sa charge certains engagements qu'avaient assumés les banques lorsque le pays avait dû se procurer les installations nécessaires pour l'emmagasiner d'approvisionnements. Ces conditions con-

tinuèrent à peser sur la Norges Bank jusqu'au début de 1940, époque à laquelle l'indice des obligations était descendu à 80. (Le taux d'escompte de la Banque à Oslo fut ramené à 3% en mai 1940.)

Au cours des huit premiers mois de 1939, une tranquillité relative a régné sur les marchés de l'argent et des capitaux de la Finlande. Comme dans la plupart des autres pays, la banque centrale subit une certaine pression au mois de septembre. Le chiffre des billets en circulation, augmentant de 285 millions de marks finlandais, atteignit 2.550 millions, tandis que les réserves de devises de la banque diminuaient de 250 millions de marks finlandais. La tension était relativement modérée, mais elle n'en conduisit pas moins les banques commerciales à réescompter un petit montant d'effets pour la première fois depuis six ans. Au mois d'octobre, lorsque la situation politique devint menaçante pour la Finlande, la Banque de Finlande subit une pression intense. Le montant des billets en circulation augmenta de 830 millions de marks finlandais, dont 750 millions furent émis au cours de la deuxième semaine du mois, au moment de l'appel des réservistes et de l'évacuation d'Helsinki.

Au cours des deux mois de septembre et d'octobre, les billets en circulation avaient augmenté de 1.120 millions de marks finlandais, soit de près de 50% et, d'autre part, on avait utilisé les réserves de devises pour un montant de 400 millions de marks finlandais. La Trésorerie retira 240 millions de marks finlandais, soit la totalité de son compte, les banques prélevèrent 350 millions de marks finlandais sur leur avoirs et empruntèrent 560 millions de marks finlandais (120 millions sous forme de réescompte et 440 millions au titre d'un crédit spécial qui leur avait été ouvert), et d'autres emprunts portèrent à 950 millions de marks finlandais le surcroît des crédits accordés par la banque au cours des deux mois en question. Pendant toute cette période, la Banque de Finlande a maintenu son taux d'escompte officiel sans changement à 4% et les banques commerciales n'ont pas modifié leurs taux d'intérêts sur les dépôts et les avances.

Au mois de novembre, le montant des billets en circulation commença de baisser et il semblait que la pression avait cessé de s'exercer. Le 15 novembre, le gouvernement émit un emprunt de défense nationale 5% à cinq ans d'un montant de 500 millions de marks finlandais qui fut porté à 700 millions afin de satisfaire toutes les souscriptions. Toutefois, la situation en date du 23 novembre 1939 est la dernière qui ait été publiée. Après l'ouverture des hostilités, à la fin du mois, l'on suspendit la publication de la plupart des statistiques. Les bilans des trois grandes banques montrent néanmoins les conditions très difficiles qui ont régné en novembre et en décembre. En revanche, les dépôts et les avoirs liquides de ces banques augmentèrent au début de 1940, au fur et à mesure que le gouvernement opérait des prélèvements sur le fonds budgétaire «Konjunktur» de

1 milliard de marks finlandais auquel étaient imputées les dépenses de la guerre. Le traité de paix fut signé vers le milieu de mars 1940, mais la publication des statistiques n'a pas encore été reprise et il n'est pas encore possible de commenter les événements qui se sont déroulés pendant les trois mois et demi des hostilités. A la réouverture de la bourse, au début d'avril 1940, le cours des actions industrielles augmenta de 30 à 50 % par rapport aux cotations du 29 novembre 1939.

En Pologne, le taux d'escompte fut maintenu sans changement à 4½ % malgré la pression subie par la Bank Polski et qu'on peut apprécier dans une certaine mesure en comparant le volume des billets en circulation à celui de l'année précédente (une part minime seulement de l'augmentation est due à l'occupation par les Polonais de la partie occidentale de Teschen (Silésie) au mois d'octobre 1938).

Bank Polski — Billets en circulation.

Chiffres de fin de mois, en millions de zlotys	1938	1939	Augmentation en 1939, par rapport au mois correspondant de 1938
Janvier . . .	1.014	1.348	+ 334
Février . . .	1.016	1.354	+ 338
Mars . . .	1.107	1.669	+ 562
Avril . . .	1.141	1.808	+ 667
Mai . . .	1.123	1.841	+ 718
Juin . . .	1.137	1.848	+ 711
Juillet . . .	1.123	1.883	+ 760
Août . . .	1.149	1.929 <sup>1)</sup>	+ 848 <sup>2)</sup>
Septembre . .	1.548	2.500 <sup>3)</sup>	+ 950 <sup>4)</sup>
Octobre . . .	1.476	.	.
Novembre . .	1.373	.	.
Décembre . .	1.406	.	.

<sup>1)</sup> 20 août 1939.

<sup>2)</sup> Evaluation.

<sup>3)</sup> Comparé avec le 20 août 1938.

<sup>4)</sup> Approximativement.

La dernière situation publiée, en date du 20 août 1939, indique une augmentation de 848 millions de zlotys dans la circulation des billets par rapport à l'année précédente. Sur ce chiffre, 700 millions environ proviennent d'une augmentation des crédits accordés principalement aux banques et au gou-

vernement. D'après les estimations, les billets en circulation atteignaient 2.500 millions de zlotys vers la fin de la campagne de septembre, chiffre qui dépasse le double du volume normal du début de 1938. Dans la partie occidentale de la Pologne qui a été annexée au Reich, ce sont les conditions allemandes de crédit qui sont actuellement en vigueur tandis que, dans la partie de la Pologne qui a été constituée en gouvernement général, l'on a créé tout d'abord des «Reichskreditkassen», et, à la date du 8 avril 1940, une nouvelle banque d'émission, dont le siège est à Cracovie, a commencé ses opérations.

En Lithuanie, les banques subirent en 1939 deux vagues de retraits qui se produisirent la première — et la plus violente — au mois de mars et au mois d'avril, après le détachement du district de Memel, et la seconde à l'automne. Le taux d'escompte officiel fut porté de 5 à 7 % au milieu de mai (sauf en ce qui



concerne les effets afférents à des exportations et les effets agricoles). Il y eut un relèvement consécutif des taux des banques privées qui montèrent à 10 % pour les opérations de crédit et à 7 % pour les dépôts. La Banque centrale put abaisser son taux d'escompte à 6 % au mois de juillet et les établissements de crédit résistèrent à la pression qui se produisit en automne, sans apporter de changement aux taux courants. Après l'annexion de Vilna, au mois d'octobre, un certain montant de billets rentrèrent et les dépôts en banque augmentèrent.

La fin de la guerre civile marqua, en Espagne, le début d'une période de reconstruction. Le taux d'escompte de 5 %, qui n'avait jamais été modifié depuis 1899, avait été ramené à 4 % à Burgos le 27 novembre 1938, et la même réduction intervint à Madrid le 14 octobre 1939. Il a été émis deux emprunts de reconstruction 3 % à trois ans, l'un de 2 milliards de pesetas en octobre 1939, et l'autre de 2.500 millions de pesetas en avril 1940.

L'ouverture des hostilités et la tension du crédit qui se produisit dans tous les pays d'Europe coïncidèrent en Hongrie avec le financement saisonnier d'une récolte abondante. Aucune modification n'a cependant été apportée au taux d'escompte qui se maintient depuis le mois d'août 1935 à 4 %. En octobre 1939, une proportion considérable des crédits octroyés fut remboursée à la Banque nationale et le marché ne tarda pas à se détendre. Le programme d'investissement de 1 milliard de pengös que le gouvernement avait lancé en 1938 fut le facteur dominant sur le marché des capitaux. Les fonds nécessaires pour la mise à exécution de ce plan qui prévoyait des dépenses d'armement, de communications et de développement agricole, devaient être fournis, pour un montant de 600 millions de pengös, par un prélèvement sur le capital réparti sur cinq années et, pour un montant de 400 millions, par des opérations de crédit. La première émission de 125 millions de pengös eut lieu à l'automne de 1938. En mars 1939, 150 millions de pengös d'obligations 5 % à trente ans furent émises à 96 et, en juillet, 50 millions de bons du Trésor (renouvelables de trois mois en trois mois pendant

Dette publique hongroise.

Chiffres de fin juin, en millions de pengös	Long terme	Court terme	Total
1931	136	—	136
1932	127	135	262
1933	123	226	349
1934	116	255	371
1935	113	294	407
1936	110	362	472
1937	106	328	434
1938	103	339	442
1939	764	316	1.080

quatre ans) furent placés auprès d'établissements financiers. Les recettes que devait fournir le prélèvement sur le capital en 1939 étaient évaluées à 120 millions. Le rattachement, en mars 1939, du territoire subcarpathique à la Hongrie et le stimulant apporté par le programme d'investissement du gouvernement, portèrent

la production industrielle du pays durant cette année à un chiffre exceptionnellement élevé.

La dette intérieure de l'Etat hongrois s'est accrue depuis 1931 comme le montre le tableau précédent.

L'augmentation relative à 1939 provient des émissions faites en vertu du programme d'investissement et de l'échange, pour un montant de 95 millions, de billets de banque tchèques des territoires récupérés ainsi que d'autres dettes. En janvier 1940, eut lieu une nouvelle émission de 140 millions de pengös au titre du programme d'investissement et dans les mêmes conditions qu'en mars 1939. 130 millions seront encore nécessaires pour combler le déficit budgétaire.

Les dépenses militaires exceptionnelles de l'automne de 1939 furent couvertes, en Yougoslavie, principalement par des emprunts directs ou indirects à la Banque nationale. En vertu de décrets en date du 24 août et du 16 septembre 1939, le gouvernement avait le droit d'emprunter jusqu'à concurrence de 839 millions de dinars en attendant la réévaluation des réserves d'or de la Banque nationale. Un nouveau décret en date du 18 novembre 1939 autorisa l'émission de bons de la défense nationale réescomptables auprès de la Banque nationale (ceux-ci doivent plus tard être rachetés à l'aide du produit d'impôts spéciaux). Les situations de la Banque nationale font ressortir l'évolution ci-après:

Banque Nationale de Yougoslavie.

Chiffres de fin de mois, en millions de dinars.	Août 1939	Mars 1940	Changements portant sur les sept mois
Prêts au Trésor . . . .	néant	2.755	+ 2.755
Autres crédits intérieurs .	2.396	2.219	- 177
Comptes privés . . . .	1.330	1.836	+ 506
Circulation de billets . .	7.986	10.400	+ 2.414
Or et devises étrangères .	2.432	2.919	+ 487

Le gouvernement a emprunté 2.755 millions de dinars à la Banque nationale en sept mois (si l'on tient compte des dettes antérieures de l'Etat qui s'élèvent à 2.230 millions de dinars,

la dette totale de l'Etat envers la banque s'établit à près de 5 milliards de dinars, c'est-à-dire à près de la moitié du montant des billets en circulation). Cette augmentation des crédits accordés par la banque centrale depuis l'ouverture des hostilités trouve une large contre-partie dans la circulation des billets qui a augmenté de plus de 2.400 millions de dinars. Les dépenses du gouvernement rendirent une certaine liquidité aux banques qui cessèrent d'emprunter à la Banque nationale après octobre et remboursèrent une partie des crédits qu'elles avaient reçus auparavant, tout en reconstituant leurs encaisses. Le taux d'escompte officiel resta invariable à 5 % pendant toute l'année. Les taux pratiqués par les banques commerciales atteignirent leur point le plus bas au mois

de juillet avec une moyenne de 8,5 %, pour se relever à 8,7 % au mois de décembre (9,2 % à Belgrade, 8,8 % à Skoplje, 8,6 % à Zagreb et 7,4 % à Ljubljana).

Dans l'Empire britannique, le trait déterminant a été constitué par la nécessité pour l'Etat d'accroître ses emprunts en vue de faire face aux dépenses de guerre; ceci a été rendu plus facile par une certaine baisse des taux d'intérêt à long terme intervenue depuis l'introduction, en septembre 1939, de restrictions de change. En Eire, qui est restée neutre, une émission d'«Exchequer bonds» 1950—1960 4 % d'un montant de 7 millions de livres sterling fut faite au pair en décembre 1939. Elle avait pour objet de procurer à l'Etat les fonds nécessaires pour la défense nationale, pour certains remboursements et pour diverses autres fins.

Le budget de l'Afrique du Sud se clôturait, ces dernières années, sur des excédents, mais l'ouverture des hostilités a provoqué un gonflement des dépenses de ce pays. Bien qu'on n'ait pas encore émis d'emprunt de guerre, l'on a toutefois profité du niveau peu élevé des taux d'intérêt actuels pour convertir, le 1<sup>er</sup> février 1940 — première date d'option — l'emprunt 1940—1950 5 % de 14 millions de livres sterling en un emprunt 3  $\frac{3}{4}$  % à 10 ans. Le ministre des finances fit appel à la coopération des établissements financiers pour le maintien d'une politique d'argent à bon marché. Depuis l'ouverture des hostilités, les disponibilités du Trésor ont été considérables, et l'Etat ne s'est pas vu obligé de demander des avances ou des prêts à la Reserve Bank.

En octobre 1939, le gouvernement canadien émit 200 millions de dollars de certificats 2 % à deux ans que prirent les «chartered banks», dont 90 millions de dollars étaient destinés au rachat et au retrait des émissions canadiennes au Royaume-Uni. Le premier emprunt de guerre offert au public sous la forme de 200 millions de dollars de bons 3  $\frac{1}{4}$  % à 12 ans fut émis en février 1940. Les souscriptions dépassèrent de 50 % le montant émis. La chute du cours des obligations au début de la guerre n'avait été que partiellement regagnée au mois de décembre et le rendement des obligations de l'Etat à long terme a progressé d'environ  $\frac{1}{4}$  % pendant l'année.

Pendant l'année qui a précédé la guerre et même déjà auparavant, la liquidité des banques commerciales de l'Australie avait diminué du fait que les producteurs de matières premières recouraient davantage au crédit bancaire. Les taux d'intérêt se relevaient malgré l'intervention de la Commonwealth Bank qui, entre autres mesures, souscrivit directement 6 millions de livres australiennes de l'emprunt 3  $\frac{7}{8}$  % de 72 millions de livres australiennes (argent frais et conversion) émis en décembre 1938. En février et en mai 1939, le gouvernement lança deux emprunts à long terme à 3  $\frac{7}{8}$  % en vue d'effectuer des travaux publics; le premier, de 8,5 millions de livres australiennes, fut émis au pair et le second, de 4,75 millions de livres australiennes, fut émis à 99. En outre, la Commonwealth Bank prit 3 millions

de livres australiennes d'obligations  $3\frac{1}{2}\%$  à 4 ans pour consolider des émissions antérieures de bons du Trésor qui avaient servi à combler des moins-values de recettes budgétaires. Le rendement des fonds d'Etat, soit à long terme, soit à court terme, atteignit  $4\%$  vers la fin de septembre 1939 et commença à diminuer à partir de cette date. En décembre, la Commonwealth Bank et les banques commerciales prirent ensemble 12 millions de livres australiennes d'obligations  $3\frac{1}{2}\%$  au pair, remboursables de 1942 à 1944. En février 1940, il fut possible d'émettre au pair sur le marché 18 millions de livres australiennes d'obligations  $3\frac{3}{8}\%$  à 5 ans et  $3\frac{5}{8}\%$  de 10 à 16 ans. Le marché des capitaux est réglementé depuis le début de la guerre et, dans le rapport de ses administrateurs de décembre 1939, le Conseil d'administration de la Commonwealth Bank a exprimé l'avis qu'«il est désirable de maintenir les taux d'intérêt aussi bas que possible», en ajoutant: «cette opération dépend toutefois d'un certain nombre d'éléments et l'action de la banque centrale ne représente qu'un seul d'entre eux. Une hausse excessive des prix, par exemple, pourrait rendre impossible le maintien de faibles taux d'intérêt». Jusqu'à présent, pareille hausse ne s'est pas produite en Australie.

Les emprunts considérables que le gouvernement de la Nouvelle-Zélande a effectués directement auprès de la Reserve Bank durant le second semestre de 1938, ont entraîné une baisse rapide des réserves en sterling de cette banque ainsi que des avoirs à vue placés auprès d'elle par les banques de commerce. En conséquence, le marché se resserra et les taux d'intérêt se raffermirent. Le rendement des obligations d'Etat monta de  $3\frac{1}{2}\%$ — $3\frac{3}{4}\%$  au milieu de l'année à  $4\frac{1}{4}\%$ — $4\frac{1}{2}\%$  au mois de décembre 1938. La Reserve Bank porta son taux d'escompte de 2 à  $4\%$  au mois de novembre et des restrictions de change furent mises en vigueur.

Les avances directes de la Reserve Bank à l'Etat, qui étaient montées à 17,5 millions de livres néo-zélandaises à la fin de 1938 (contre 7,1 millions à la fin de 1937), continuèrent de progresser en 1939, pour atteindre 20 millions en mars. Mais la prohibition des exportations de capitaux rendit de l'aisance au marché et les taux à long terme retombèrent en raison, pour une part, des achats de fonds d'Etat auxquels procédaient les banques de commerce. En mai 1939, le gouvernement émit avec succès des obligations  $4\%$  pour un montant de 4,5 millions de livres néo-zélandaises sous deux formes: à 99 remboursables en 1948 et à 96 remboursables de 1954 à 1958; un fonds d'amortissement était créé pour l'émission à long terme. Après cette émission publique au mois de mai, le total des avances de la Reserve Bank à l'Etat tomba à 16,5 millions de livres néo-zélandaises au milieu de juin, mais remonta ensuite à 19,6 millions à la fin d'août. Cette expansion du crédit accordé au gouvernement, qui s'accompagna d'une diminution des avances et des escomptes des banques de commerce,

détendit quelque peu le marché. Le 6 septembre, la Reserve Bank ramena son taux d'escompte de 4 à 3 %. L'ouverture des hostilités amena un grossissement assez rapide des avances de la Reserve Bank à l'Etat qui se chiffraient à 23,6 millions de livres néo-zélandaises à la fin de l'année et à 25 millions en février 1940. Les avances et les escomptes des banques commerciales continuèrent à diminuer et ces banques se remirent à acheter des fonds d'Etat, portant leur portefeuille correspondant de 5 millions à 15 millions de livres néo-zélandaises au cours des quatre derniers mois de l'année. Le rendement des fonds d'Etat, qui avait quelque peu augmenté durant l'été de 1939, revint à son niveau normal du printemps.

Les émissions mensuelles continues d'obligations d'Etat pour des montants de plus en plus élevés ont engendré, au bout de deux années et demie, une certaine saturation du marché au Japon, et le placement de ces obligations s'est récemment avéré plus difficile. En chiffres ronds, les émissions mensuelles auxquelles le Japon a procédé depuis le début des hostilités en Chine, c'est-à-dire vers le milieu de 1937, sont données sur le tableau suivant.

Emissions d'obligations de l'Etat japonais.

Chiffres mensuels, en millions de yen	1937	1938	1939
Janvier . . .	—	300	400
Février . . .	—	300	300
Mars . . .	185	330	430
Avril . . .	—	200	300
Mai . . .	—	300	400
Juin . . .	—	400	400
Juillet . . .	—	300	400
Août . . .	200	400	500
Septembre . .	—	400	500
Octobre . .	300	700	600
Novembre . .	200	—	400
Décembre . .	600	700	660
Total des émissions	1.485	4.330	5.290

La dette extérieure est restée pratiquement inchangée — une légère diminution provenant de l'amortissement réglementaire l'a ramenée au chiffre de 1.267 millions de yen qui figurait dans les livres à la fin de 1939. La dette obligataire interne a plus que doublé, passant de 9.270 millions de yen en juillet 1937 à 20.250 millions de yen à fin 1939 malgré les augmentations d'impôts qui ont été introduites à chaque exercice.

Les émissions d'Etat sont faites par l'intermédiaire de la Banque du Japon qui a été en mesure de placer la plus grande partie de ces fonds auprès d'autres banques et institutions désireuses d'effectuer des placements, ainsi qu'il ressort des statistiques afférentes aux principaux porteurs de fonds d'Etat.

A la fin de 1939, ces banques, caisses d'épargne, sociétés fiduciaires et compagnies d'assurances détenaient plus des trois-quarts des obligations afférentes à la dette intérieure. La Banque du Japon a dû toutefois prendre des quantités

*Principaux porteurs d'obligations de l'Etat japonais.*

Millions de yen	Banque du Japon	Autres banques spéciales	Banques commerciales ordinaires	Bureau des dépôts du Trésor	Caisse d'épargne	Sociétés fiduciaires	Compagnies d'assurance	Total
Déc. 1936 .	829	323	2.561	1.910	1.016	360	167	7.166
» 1937 .	1.387	342	2.500	2.248	1.145	410	230	8.262
» 1938 .	1.841	708	3.634	3.177	1.424	510	350	11.644
» 1939 .	2.417	1.082	4.618	4.674	1.873	590	540 *	15.794
Augmentation en 3 ans	1.588	759	2.057	2.764	857	230	373	8.628

\* Evaluation (497 millions de yen à fin septembre 1939).

croissantes des obligations émises. L'augmentation de 1.588 millions de yen, accusée sur une période de trois années par son portefeuille d'obligations d'Etat, a pour corrélatif, pendant la même période, l'accroissement de 1.813 millions de yen, des billets en circulation et le montant total de la circulation s'est ainsi élevé à 3.679 millions. La rapide progression du niveau des prix est sans aucun doute l'une des causes de l'augmentation du coût de la guerre. Le total des dépenses budgétaires a plus que doublé et dépasse maintenant 10 milliards de yen par an — il est donc supérieur au total de la dette intérieure de l'été de 1937.

Malgré l'augmentation subie par la dette de l'Etat, le rendement des fonds d'Etat a diminué, au cours des trois années écoulées, de 4 à 3,8 %; en outre, le marché a été ouvert à d'autres émissions. En réalité, ce sont les émissions considérables d'obligations des sociétés privées qui ont récemment rendu difficile l'absorption des obligations d'Etat. Elles se sont élevées à plus d'un milliard de yen en 1939 (portant le total des titres non encore remboursés à 4.700 millions de yen) contre 470 millions en 1938 et 130 millions seulement en 1937.

Le trait le plus frappant de l'histoire de l'ensemble des marchés mondiaux du crédit et des capitaux au cours de cette dernière année réside peut-être dans le fonctionnement extraordinairement efficace, en dépit des conditions les plus difficiles, du mécanisme destiné à assurer la liquidité intérieure. Au mois d'août 1914, ce mécanisme fut brisé pour quelque temps par le premier choc: les taux d'escompte montèrent à 6—10 %, des moratoires généraux furent décrétés, les bourses fermèrent pendant des mois et certains des avoirs les plus liquides se trouvèrent gelés. Le contraste avec 1939 est remarquable si l'on considère les marchés intérieurs: on n'enregistre que peu de fluctuations dans les taux d'escompte, les restrictions mises au retrait des dépôts en banque, de même que les facilités de paiement accordées aux mobilisés, ont été peu nombreuses et sans grande importance, les bourses sont restées ouvertes presque sans interruption et bien peu de demandes d'argent liquide n'ont pas pu recevoir rapidement satisfaction.

On trouvera dans le tableau ci-après un aperçu des changements intervenus dans les taux d'escompte de neuf banques centrales en 1914/15 et en 1939/40.

Taux d'escompte officiels de certaines banques centrales,  
1914/15 et 1939/40.

1914/1915		Alle- magne	Angle- terre	Belgique	Etats-Unis d'Amérique	France	Italie	Pays-Bas	Suède	Suisse
Taux en vigueur le 28 juillet	1914	4	3	4	—	3½	5	3½	4½	3½
Changements à la date du 29 juillet	1914	.	.	.	.	.	.	4½	.	.
30 »	»	.	4	5	.	4½	.	.	.	4½
31 »	»	5	8	6	.	.	.	.	5½	5½
1 <sup>er</sup> août	»	6	10	.	.	6	6	6	.	.
3 »	»	.	.	7	.	.	.	.	6½	6
6 »	»	.	6	.	.	.	.	.	.	.
8 »	»	.	5	.	.	.	.	.	.	.
12 »	»	.	.	.	.	.	.	.	.	.
17 »	»	.	.	6	.	.	.	.	.	.
19 »	»	.	.	.	.	.	.	.	.	.
20 »	»	.	.	.	.	5	.	5	.	.
27 »	»	.	.	5	.	.	.	.	.	.
28 »	»	.	.	.	.	.	.	.	6	.
10 septembre	»	.	.	.	.	.	.	.	.	5
28 »	»	.	.	.	.	.	.	.	.	.
9 novembre	»	.	.	.	.	.	5½	.	.	.
16 »	»	.	.	.	6*	.	.	.	.	.
23 décembre	»	5	.	.	5	.	.	.	.	.
1 <sup>er</sup> janvier	1915	.	.	.	.	.	.	.	.	4½
7 »	»	.	.	.	.	.	.	.	5½	.
3 février	»	.	.	.	4½	.	.	.	.	.
18 »	»	.	.	.	4	.	.	.	.	.
Taux en vigueur le 31 mars	1915	5	5	5	4	5	5½	5	5½	4½
1939/1940		Alle- magne	Angle- terre	Belgique	Etats-Unis d'Amérique	France	Italie	Pays-Bas	Suède	Suisse
Taux en vigueur le 23 août	1939	4	2	2½	1	2	4½	2	2½	1½
Changements à la date du 24 août	1939	.	4	.	.	.	.	.	.	.
29 »	»	.	.	.	.	.	.	3	.	.
28 septembre	»	.	3	.	.	.	.	.	.	.
26 octobre	»	.	2	.	.	.	.	.	.	.
15 décembre	»	.	.	.	.	.	.	.	3	.
25 janvier	1940	.	.	2	.	.	.	.	.	.
9 avril	»	3½	.	.	.	.	.	.	.	.
Taux en vigueur le 30 avril	1940	3½	2	2	1	2	4½	3	3	1½

\* Taux coté à l'ouverture de la Banque de Réserve fédérale de New-York pour le papier à 60—90 jours.

Dans une certaine mesure, l'évolution des taux d'intérêt appliqués en 1914 résultait sans aucun doute du mouvement de hausse à long terme qui se développait depuis le début du siècle. Dès la déclaration de guerre, les taux des banques centrales furent relevés de 3—5 % en juillet à 6—10 % au début d'août. Au bout de huit mois de guerre, il s'était établi en Europe un niveau général de 5 % qui constitua plus ou moins le minimum en vigueur durant les quatre ou cinq années qui suivirent. Aucun des huit taux d'escompte européens ne fut ramené au-dessous de 4½ % pendant la guerre et ce dernier taux ne fut en vigueur qu'aux Pays-Bas et en Suisse.

Au mois d'août 1939, six des taux d'escompte européens se tenaient entre 1½ et 2½ % inclusivement, un autre était à 4 % et un autre encore à 4½ %. Seules la Banque d'Angleterre et la Nederlandsche Bank relevèrent leurs taux lorsque la guerre parut imminente; la Sveriges Riksbank les imita au mois de décembre. (Si, outre les pays indiqués dans le tableau, l'on veut considérer l'ensemble de l'Europe, il convient d'ajouter à cette liste les augmentations de taux réalisées au mois de septembre en Norvège et au Danemark.) La Banque d'Angleterre revint bientôt à son taux primitif, la Belgique et l'Allemagne diminuèrent les leurs en 1940. Au bout de huit mois de guerre, sur les huit taux d'escompte européens, deux, en dernière analyse, avaient monté et deux autres avaient baissé, tandis que les limites de 1½ et de 4½ % entre lesquelles s'inscrivaient les divers taux étaient les mêmes qu'avant la guerre.

Dans le tableau ci-dessus, deux choses frappent tout d'abord: l'absence relative de perturbation en 1939/40 par rapport à 1914/15 (sept modifications intéressant huit banques européennes en huit mois contre trente modifications) et les taux d'escompte relativement bas en vigueur après huit mois de guerre (taux entre 1½ et 4½ % contre 4½ et 5½ %). Ce niveau peu élevé des taux est la résultante d'un certain nombre de forces qui traduisent la tendance récente vers un abaissement des intérêts ainsi que la tendance plus actuelle à soustraire les taux d'intérêt aux influences extérieures par le recours à des restrictions de change.

L'ouverture des hostilités a jeté moins de perturbation sur les marchés de l'argent et des capitaux en 1939 qu'en 1914, en partie parce que les banques et autres établissements de crédit étaient mieux préparés à cette éventualité, notamment après ce qu'on pourrait appeler la répétition générale de septembre 1938, mais aussi parce que l'ancienne conception de la liquidité a évolué. Jusqu'au moment où le système de Réserve fédérale fut fondé en 1914, la doctrine voulait que le crédit de la banque centrale reposât essentiellement sur le réescompte des effets de commerce parce que ceux-ci se liquidaient d'eux-mêmes (par la vente, à l'échéance ou avant l'échéance, des marchandises qu'ils représentaient). C'était là un système des plus avantageux du point de vue moné-



taire et de divers autres points de vue, aussi longtemps qu'il existait sur les marchés assez de papier du type envisagé. Mais des changements intervenus dans le mode de financement du commerce ont fait virtuellement disparaître l'effet de commerce dans nombre de pays, et la conception classique de la liquidité a cessé de correspondre aux conditions modernes. C'est alors qu'apparut aux Etats-Unis la théorie de la «Shiftability» selon laquelle tout avoir qui pouvait être très facilement négocié sur le marché était réputé liquide. D'un autre côté, la législation bancaire américaine et la politique de la «Federal Reserve» favorisaient toujours davantage les affaires «saines» plutôt que la «liquidité» comme il résulte de l'examen des clauses contractuelles, de la forme de l'instrument de paiement ou de la date de l'échéance. A la vérité, l'on peut observer dans beaucoup de pays européens une évolution parallèle que voile plus ou moins la création de telle ou telle institution spéciale interposée entre la banque centrale et l'emprunteur. Ainsi, la base du crédit de la banque centrale s'est élargie presque partout, du moins en ce qui concerne les transactions à court terme.

Pour ce qui est des marchés à long terme, représentés particulièrement par les transactions en bourse sur les obligations d'Etat, il ne s'est pas créé de technique uniforme, bien qu'à de rares exceptions près les bourses soient restées ouvertes pendant les crises les plus aiguës. D'une façon générale, les banques centrales se sont reconnues une certaine responsabilité au point de vue de la bonne tenue des marchés des obligations, mais, devant le volume atteint par les transactions et la possibilité de subir de fortes pertes de capitaux, elle se sont à bon droit montrées soucieuses de ne pas être mises dans la fâcheuse posture du dernier acquéreur. Les banques de Réserve fédérale se sont ouvertement déclarées prêtes à concourir au «maintien de conditions régulières sur le marché» et, par des achats concertés, elles ont raffermi le marché des obligations d'Etat à un moment où celui-ci était soumis à une forte pression. La Reichsbank et la Banque Nationale de Belgique ont, de leur côté, soutenu le marché des obligations d'Etat, tandis que la Banque Centrale d'Argentine agissait de même pour le compte du ministère des finances. Dans quelques autres cas, on a pu utiliser à cette fin des fonds extra-budgétaires. Les résultats de ce genre d'intervention officielle dans le passé portent à conclure qu'aussi longtemps qu'elle consistera dans des mesures provisoires prises en vue de surmonter une baisse passagère des cours attribuable à une crise de liquidité, celles-ci peuvent réussir à préserver un état de chose régulier et avoir leur utilité comme point de ralliement de l'action de soutien du marché. Mais si l'intervention officielle prétend fixer tel ou tel cours et surtout si cette intervention s'oppose à un mouvement à long terme, elle risque de revenir fort cher et de déformer toute la structure du crédit.

Faisant contraste avec l'utilisation directe ou indirecte du crédit des banques centrales pour soutenir le marché des fonds d'Etat, on peut mentionner la technique des «cours minima» introduite en Angleterre et en Suède pour les opérations de bourse. Sous un tel régime, les transactions tendent à devenir nulles lorsque le minimum est atteint, mais les porteurs qui ont besoin de fonds peuvent généralement emprunter sur leurs obligations auprès des banques commerciales en cas de nécessité suffisamment urgente. En Suède, la commission de la bourse a procédé à plusieurs ajustements des cours minima. En Angleterre, le marché s'est relevé au-dessus des cours minima après quelques semaines de guerre et ces cours furent alors portés à un chiffre légèrement inférieur aux nouvelles cotations. Les Etats-Unis ont recours, pour freiner les ventes inconsidérées, à d'autres mesures; la loi, par exemple, donne aux banques le droit d'inscrire les obligations d'Etat à leur valeur nominale dans les bilans. Quelques-unes de ces interventions ne sont probablement que des expédients temporaires, mais d'autres semblent liées à une politique plus durable et méritent d'être étudiées de près.

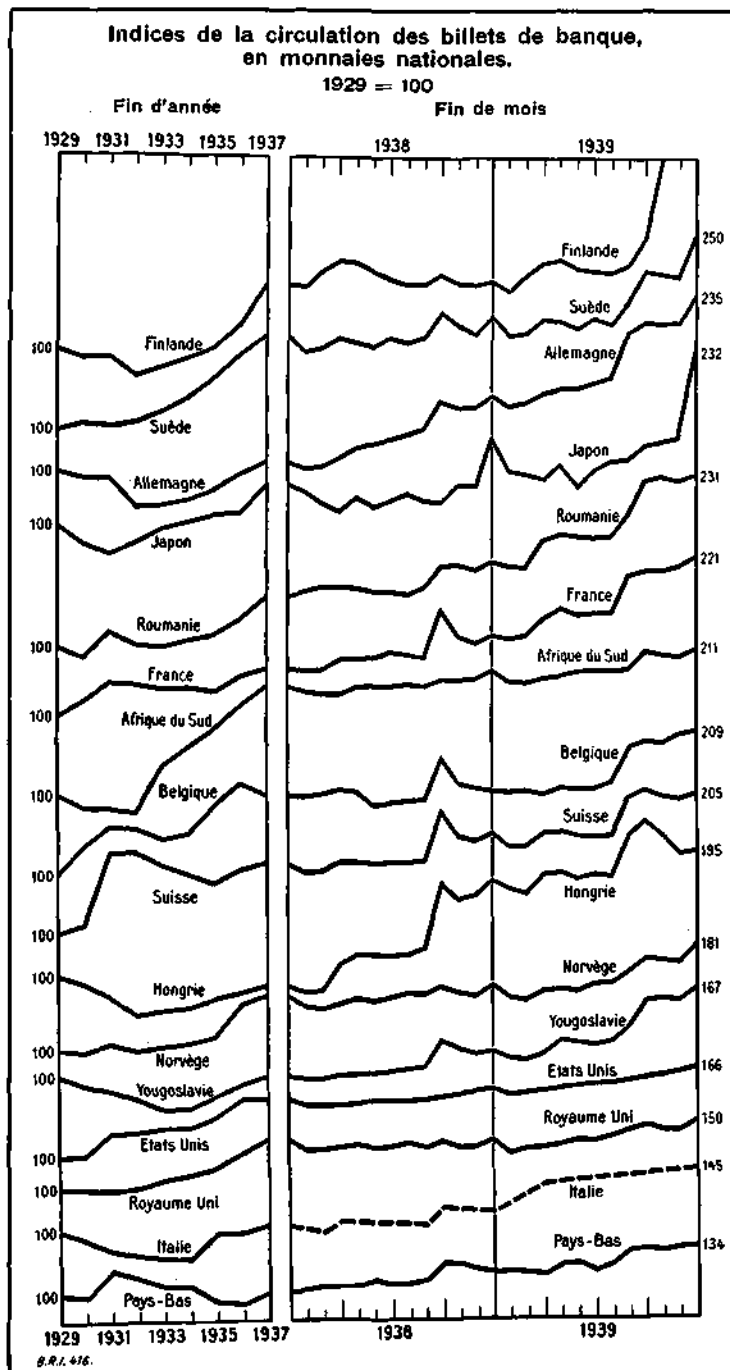
Ainsi, l'on se remit généralement sans grand dommage de l'effet de choc qu'avait tout d'abord provoqué l'ouverture des hostilités. Jusqu'à présent, les emprunts contractés par les Etats pour payer les frais immenses d'une guerre moderne ou, s'agissant de neutres, pour faire face à de lourdes dépenses de mobilisation, ont revêtu le caractère d'un financement extraordinaire. L'on n'a pas encore eu le temps, en règle générale, d'élaborer des programmes de financement à long terme et il n'est pas encore possible de prévoir, d'autre part, comment une politique intensive d'emprunt, poursuivie par l'Etat pendant une période prolongée, réagira, en définitive, sur la monnaie et le crédit.

## VI. FAITS AFFECTANT LES BANQUES CENTRALES.

Les immenses besoins financiers de l'Etat en temps de guerre et les violents changements que la guerre moderne apporte dans la production, la distribution et la consommation, ont eu forcément une influence immédiate sur les activités des banques centrales, source dernière de la liquidité dans les systèmes de crédit. Les banques centrales ont apporté l'année dernière à leurs statuts et à leur pratique bancaire d'importants changements qui sont en relation avec trois faits principaux :

1. l'intense besoin de liquidité interne qui s'était déjà fait sentir temporairement en septembre 1938 s'est renouvelé de manière plus accusée durant le dernier semestre de 1939;
2. les frais énormes dus aux armements, à la mobilisation et à la conduite de la présente guerre, ont entraîné pour l'Etat l'obligation impérieuse de pourvoir à des financements extraordinaires qu'il n'a pu satisfaire, dans un grand nombre de cas, qu'en s'adressant directement au crédit de la banque centrale;
3. des importations accrues et d'autres dépenses engagées à l'étranger ont fait de sérieuses brèches dans les réserves officielles d'or et de devises étrangères.

Plus la situation internationale se tendait durant l'été de 1939 et menaçait d'amener la guerre, et plus la demande de monnaie émanant du public s'accroissait dans des proportions encore inconnues jusqu'à ce jour. La circulation des billets dans tous les pays d'Europe, et même dans un grand nombre de pays d'outre-mer, atteignit des chiffres record, comme on peut le voir sur le graphique qui montre également la progression constante du volume des billets émis au delà du montant de 1929. Comme les billets de banque sont surtout utilisés pour le paiement des salaires et les achats des consommateurs, leur nombre tend à varier en fonction de l'activité des affaires et des prix du commerce de détail. La tendance universelle vers un accroissement de la circulation des billets ces dernières années semblerait indiquer que les revenus des salariés sont devenus plus élevés presque partout dans le monde, mais il faut cependant tenir compte aussi d'autres facteurs. Il est probable que le public conserve, en général, de plus grandes réserves d'argent liquide qu'autrefois, parce que, d'une part, des revenus plus élevés dans les classes sociales les plus nombreuses permettent à un grand nombre de particuliers de disposer de plus de réserves en espèces pour leurs dépenses ordinaires et que, d'autre part, on considère qu'en périodes d'incertitude les billets de banque constituent



une façon appropriée de conserver ses réserves extraordinaires car ils sont immédiatement utilisables en toute éventualité. Cette dernière considération a particulièrement fait sentir ses effets en Europe depuis l'automne de 1938 et elle a conduit à de fortes augmentations de la circulation des billets. De nouveaux montants de billets de banque étrangers, notamment de francs suisses et de dollars, ont été thésaurisés, mais les montants correspondants ont été moins considérables que ceux dont la thésaurisation s'est faite sous d'autres formes. En outre, dans les pays dont la population a été mobilisée, les demandes d'espèces se sont accrues à mesure que les paiements de l'Etat ont augmenté, ainsi qu'à la suite

d'évacuations partielles ou d'éloignements volontaires des régions à population très dense, tous déplacements qui, indépendamment des dépenses exceptionnelles, ont interrompu les relations normales des particuliers et des maisons de commerce avec leurs banques. La hausse générale des prix de détail en Europe peut également avoir contribué dans une certaine mesure à l'accroissement de

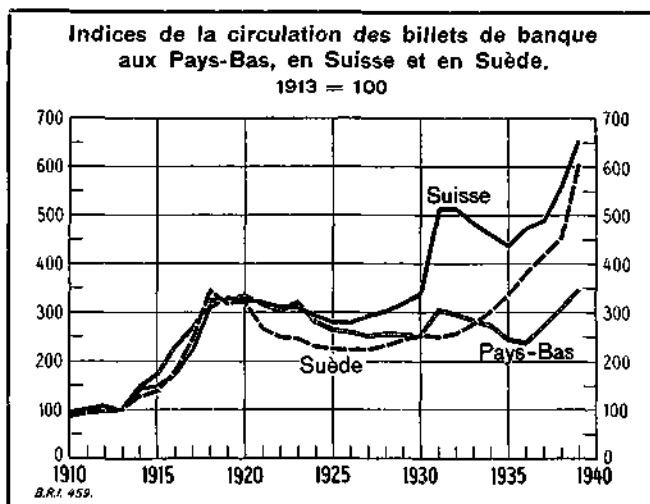
la circulation des billets. Aux Etats-Unis et au Canada, une partie de l'augmentation de la circulation des billets pendant le second semestre de 1939 a été due sans aucun doute à une plus grande activité de l'industrie et à de plus forts revenus des consommateurs.

Les billets thésaurisés se trouvent momentanément retirés du circuit des affaires; c'est ce qui explique le peu d'effet que le gonflement soudain du volume des billets, notamment à l'automne de 1939, a eu sur le marché des marchandises et des services. Tant que la confiance dans la stabilité monétaire persiste (et une plus grande thésaurisation n'est-elle pas le signe d'une telle confiance?), il n'existe aucune raison de craindre que la thésaurisation engendre l'inflation; tant qu'elle ne dépasse pas certaines limites, cette thésaurisation, au contraire, peut constituer une forme d'épargne. Mais si le mouvement d'achats devait se poursuivre sous l'empire de la panique, il serait moins aisé de s'opposer à une expansion de l'activité du pouvoir d'achat si le public avait déjà en mains des montants considérables de billets; le problème serait tout autre si l'épargne était conservée en dépôts de banque ou sous forme de placements de caractère fixe. En temps de tendance à la thésaurisation et lorsque le public détient une plus grande quantité de billets, les mouvements des billets en circulation cessent d'être un indice sûr de la présence ou de l'absence de tendances inflationnistes. Il devient d'autant plus nécessaire, dans ces circonstances, d'étudier les effets généraux des octrois de crédits aux gouvernements et autres emprunteurs. Des forces agissant en sens contraire peuvent neutraliser les effets des tendances inflationnistes; c'est ce qui arrive, par exemple, quand des réserves monétaires sont utilisées pour des paiements extérieurs, ou que le contrôle direct des prix de revient et de vente des marchandises et l'application par l'Etat de méthodes appropriées d'emprunts destinés à remettre à sa disposition l'excédent du pouvoir d'achat monétaire tombé aux mains du public, s'opposent à la pression inflationniste.

Il est naturellement difficile d'indiquer le montant exact des billets thésaurisés, mais nous disposons de quelques estimations générales. La Banque de France, dans son rapport annuel pour 1939, indique que la plus grande partie de l'augmentation des billets en circulation entre le 17 août et le 17 septembre 1939, soit quelque 25 milliards de francs français, représentant une augmentation de 20 % de la circulation, doit être attribuée au renforcement des réserves individuelles qui s'est produit à la veille du conflit. Le président du conseil d'administration de la Banque Nationale Suisse fit connaître, lors de l'assemblée générale de la Banque, que le volume de la thésaurisation suisse et étrangère se montait à 600 millions de francs suisses au moins à la fin de 1939, alors que la circulation totale s'élevait à 2.050 millions de francs suisses.

Il est intéressant de noter que la thésaurisation des billets de banque sur une vaste échelle est d'origine relativement récente. Les inflations désordonnées

d'après 1914—1918, ont sans aucun doute amené le public, dans un grand nombre de pays d'Europe, à thésauriser un volume considérable de billets de banque, notamment en dollars et en livres sterling. Mais à mesure que la stabilisation faisait renaître graduellement la confiance du public dans la monnaie, il se produisit un certain reflux. Les dépréciations de 1931 ont provoqué une nouvelle tendance à thésauriser qui s'est reflétée entre autres dans une augmentation brusque de la circulation des billets en Suisse en 1930/31. Le graphique



montre qu'il y a eu, de 1910 à 1930, similitude remarquable dans l'évolution de la circulation des billets aux Pays-Bas, en Suède et en Suisse. Après cette date, les mouvements ont nettement varié, affectés comme ils l'ont été par des différences dans l'ampleur de la thésaurisation des billets de ces pays, la tendance de l'activité économique et le degré de dépréciation des

trois monnaies. En Suède et en Suisse, le montant des billets en circulation avait doublé à la fin de 1939 par rapport aux années 1918—1920; aux Pays-Bas, au contraire, la circulation des billets était presque égale, à la fin de 1939, à ce qu'elle était pendant la période antérieure.

Dans de nombreux pays, l'augmentation de la circulation des billets en 1939 s'est effectuée sans difficultés, par la simple conversion des importants montants en espèces qui étaient détenus auprès de la banque centrale sous forme de dépôts appartenant déjà à des établissements de crédit privés. En Suisse, par exemple, les dépôts auprès de la Banque nationale ont été réduits de 317 millions de francs suisses à la suite de prélèvements effectués entre le 1<sup>er</sup> août 1939 et la fin de l'année; pendant cette même période, la circulation des billets s'est élevée de 309 millions de francs suisses. De même, l'expansion de la circulation des billets de la Réserve fédérale aux Etats-Unis a été réalisée sans difficultés par prélèvement sur l'excédent des réserves du système bancaire.

Pourtant, il est arrivé souvent que, même dans les pays dont les établissements de crédit, dans leur ensemble, avaient à leur disposition des ressources liquides en quantités suffisantes, certaines institutions, notamment les caisses d'épargne des régions menacées d'évacuation, aient eu besoin d'être aidées. Il

est arrivé également que toutes les banques commerciales n'aient pas été à même de prélever sur leurs propres ressources les crédits qui auraient permis à leurs clients d'augmenter leurs stocks de marchandises ou de financer leur commerce d'importation ou d'exportation en faisant appel aux institutions nationales; ces clients devaient alors recourir à des crédits extérieurs. Pour remédier à un pareil état de choses, on a utilisé les possibilités d'escompte et de réescompte offertes par la banque centrale en vue d'accroître le volume des crédits.

En plus de ces modes d'expansion de crédit, les gouvernements ont maintes fois usé des facilités d'emprunt que leur offraient les réglementations existantes ou les amendements apportés à ces réglementations pour accroître la circulation des billets. Parfois, aux Pays-Bas par exemple, le gouvernement a pu contracter des emprunts sans sortir des limites que la législation en vigueur fixait à ses rapports avec la banque centrale. Fréquemment, toutefois, on a estimé nécessaire, soit comme conséquence de la guerre, soit même avant l'ouverture des hostilités, de donner aux règlements en vigueur plus de souplesse afin de laisser au gouvernement une plus grande latitude pour obtenir des fonds de la banque centrale, soit directement, soit indirectement par des interventions sur le marché libre.

Le Gouvernement français, par exemple, par décret du 1<sup>er</sup> septembre 1939, a approuvé et mis en application les dispositions de la convention du 29 septembre 1938 qui fixait à 25 milliards de francs français les avances que la Banque de France devait, en cas de mobilisation générale, faire au Trésor; le taux d'intérêt de ces avances était fixé à 1 % et il devait être porté à 3 % un an après la cessation des hostilités. Sur le montant de ces versements d'intérêts, la Banque conserve une commission de 0,50 % à titre de remboursement de dépenses; le surplus de ces intérêts est affecté, en premier lieu, à un compte spécial de réserve et «le solde disponible que le compte spécial de réserve présentera lors de sa liquidation définitive sera reversé» au Trésor. Par la nouvelle convention conclue entre la Banque de France et le Trésor Public le 29 février 1940, la Banque consent à l'Etat une nouvelle avance de 20 milliards de francs français sous forme de bons du Trésor négociables, non productifs d'intérêts aussi longtemps qu'ils resteront propriété de la Banque mais qui, lors de leur vente, seront productifs d'intérêts aux taux du marché. La Banque de France reçoit également une commission de 0,50 % pour couvrir les frais de cet accord. En Allemagne, la loi du 15 juin 1939 sur la Reichsbank allemande avait, dès avant la guerre, supprimé les limites de 100 millions de reichsmarks pour les crédits d'exploitation que la Reichsbank était autorisée à accorder au ministère des finances et de 400 millions de reichsmarks pour le montant des bons du Trésor qu'elle pouvait escompter, et le Führer et Chancelier du Reich

obtenait toute latitude pour déterminer les nouvelles limites. En Suisse, le conseil d'administration de la Banque nationale a, par mesure de précaution, relevé la limite maximum des opérations d'escompte du gouvernement suisse le 15 septembre 1939. En Belgique, des amendements apportés aux statuts de la Banque nationale le 23 septembre 1939 (conformément au décret royal du 24 août) ont autorisé la Banque nationale à escompter, acheter et céder des effets à court ou à moyen terme émis ou garantis par l'Etat belge, par la Colonie, ou par le Grand-Duché du Luxembourg; ils l'ont également autorisée à acheter et à vendre des effets nationaux à long terme cotés en bourse pour un montant ne pouvant dépasser 5 milliards de francs belges, contre 500 millions de francs belges auparavant. En outre, la Banque nationale a été autorisée à acquérir des effets publics nationaux à concurrence d'un montant correspondant à son capital, à ses réserves et à son compte d'amortissement.

Des changements analogues ont eu lieu dans d'autres pays. Les amendements apportés aux statuts de la Bank Polski en février 1939, donnèrent au Conseil d'administration des pouvoirs accrus qui lui permettaient de faire au gouvernement des avances sur titres et d'escompter des bons du Trésor. Ces pouvoirs furent à nouveau élargis à la fin du mois d'août. En Yougoslavie, les décrets du 24 août et du 16 septembre 1939 ont donné à la Banque nationale des pouvoirs plus vastes grâce auxquels elle put accorder des crédits au gouvernement sous forme d'avances et de facilités d'escompte. En Lithuanie, la loi sur la Lietuvos Bankas fut modifiée le 10 novembre 1939 pour permettre à la banque d'effectuer de nouveaux placements, à concurrence des deux tiers du montant de son capital actions, sous forme d'obligations d'Etat à échéance ne dépassant pas 12 mois. En Espagne, le décret du 9 novembre 1939, qui donnait aux billets de la Banque d'Espagne pouvoir libératoire illimité, fut suivi d'un autre décret qui permettait à la Banque d'acquérir et de vendre des valeurs mobilières d'Etat, sous le contrôle direct du ministère des finances. Enfin, un décret pris vers la fin du printemps de 1940, sans qu'on puisse y voir la moindre répercussion de la guerre, a autorisé la Banque du Brésil à escompter les billets de l'Etat brésilien à concurrence d'un montant de 370.000 contos pour couvrir le déficit budgétaire de l'exercice 1939.

Il est arrivé dans bien des cas que l'accroissement des demandes relatives à des ressources liquides nationales ait coïncidé, dans ces pays, avec l'introduction du contrôle des changes ou avec le resserrement de ce contrôle là où il était déjà en vigueur. On a estimé, d'une manière générale, qu'il pouvait être plus utile de consacrer les ressources liquides étrangères, l'or et les devises en particulier, aux paiements extérieurs plutôt que de les



prendre pour base de la circulation intérieure des billets. Au Royaume-Uni, le chancelier de l'Echiquier a annoncé le 6 septembre, immédiatement après l'ouverture des hostilités, que la Banque d'Angleterre transférerait la presque totalité de son stock d'or au Fonds d'égalisation des changes, qu'elle porterait en même temps l'émission des billets de 300 millions de livres sterling à 580 millions de livres sterling et autoriserait sans limitation le Fonds d'égalisation des changes à effectuer des emprunts contre remise de bons du Trésor. La Banque du Canada a effectué, au début de mai 1940, un transfert semblable d'or et de devises au Conseil de contrôle des changes canadien pour un montant de 250 millions de dollars. En France, on a suspendu, à l'ouverture des hostilités, la prescription imposant une couverture statutaire or de 35 % pour la circulation des billets et, en février 1940, lors de la conclusion de la convention entre la Banque de France et le ministère des finances, la Banque de France a transféré un montant d'or de 30 milliards de francs au Fonds de stabilisation des changes contre remise de bons négociables qu'elle peut vendre ou racheter sur le marché libre. En Allemagne, la loi du 15 juin 1939 sur la Reichsbank allemande a définitivement relevé la banque de son obligation (antérieurement suspendue) de rembourser ses billets en or et en devises, et a stipulé qu'elle doit maintenir un stock d'or et de devises du montant nécessaire, selon elle, au règlement des paiements avec l'étranger et au maintien de la valeur de la monnaie. En Suède, une loi du 22 décembre 1939 a modifié certaines dispositions de la loi sur la Riksbank et le 31 janvier 1940, sur la base des pouvoirs ainsi définis, la couverture «primaire» des billets en circulation, précédemment limitée à l'or qui se trouvait dans le royaume, a été élargie de façon à comprendre également l'or déposé à l'étranger, ce qui a permis à la Riksbank de mettre de nouveaux montants de son or sous dossier à l'étranger. En Roumanie, un décret du 6 septembre 1939 a abaissé de 35 à 25 % la couverture-or et devises statutaire de la Banque nationale. Un décret-loi du 25 avril 1940 a permis à la Banque Nationale de Bohême et Moravie de déduire de la circulation des billets et des autres engagements à vue, pour le calcul de sa couverture statutaire de 25 %, les pièces métalliques et les petites coupures de papier-monnaie libellées en couronnes, y compris les billets du Trésor de 100 couronnes, ainsi que les moyens de paiement en monnaie allemande et certains autres avoirs en reichsmarks.

Dans un grand nombre d'autres pays, les restrictions légales sur l'émission des billets ont été rendues également plus libérales. C'est ainsi que, le 13 décembre 1939, le montant de billets non couverts par de l'or et des devises étrangères que la Banque de Finlande a le droit d'émettre a été relevé de 1.800 millions de marks finlandais au delà de l'ancienne limite. Au Japon, la Banque du Japon, qui avait relevé l'émission fiduciaire de

1 milliard de yen à 1.700 millions de yen, le 1<sup>er</sup> avril 1938, a été de nouveau autorisée le 1<sup>er</sup> avril 1939 à la porter à 2.200 millions de yen. En décembre 1939, toutefois, la circulation moyenne des billets dépassait le montant de l'émission fiduciaire autorisée d'environ 500 millions d'or détenu par la Banque du Japon et, en vertu des dispositions en vigueur, la Banque fut alors tenue de verser au Trésor, à titre d'impôt, 3% du montant de l'émission des billets en excédent. En Pologne, l'émission fiduciaire a été élevée au début du mois d'août 1939 à 1 milliard de zlotys, avec l'assentiment du ministre des finances et conformément à la procédure prévue par les amendements apportés en février 1939 aux statuts de la Banque qui fixaient à 800 millions de zlotys la limite de cette émission. En Lithuanie, un amendement apporté aux statuts de la Lietuvos Bankas, le 10 novembre 1939, autorisa celle-ci à émettre des billets à concurrence de 36 millions de litas en plus du montant des billets de banque en circulation dont un tiers doit être couvert par de l'or. Par décision du Cabinet égyptien, prise en septembre 1939, la Banque Nationale d'Egypte a obtenu le droit d'utiliser à titre de couverture de ses billets certaines valeurs mobilières égyptiennes aussi bien que des valeurs britanniques. Enfin, en Iran, on a déposé en mars 1940 un projet de loi tendant à élever la limite de la circulation totale des billets de 1.176 millions de rial à 1.500 millions de rial, et la Banque Nationale d'Iran fut autorisée à utiliser à titre de couverture les bijoux de la Couronne sans avoir toutefois le droit de les aliéner.

Dans certains cas, toutefois, c'est par une réévaluation de l'encaisse-or de la banque centrale que le montant des billets que celle-ci est autorisée à mettre en circulation a été augmenté. Le stock d'or de la Banque de France a été réévalué le 12 novembre 1938, au prix de 40.404 francs français le kilogramme de fin (soit, au cours de 35,8 francs français pour un dollar). Par la convention du 29 février 1940, déjà mentionnée dans ce chapitre, l'encaisse-or de la Banque de France a de nouveau été réévaluée au nouveau cours de 47.605 francs français, soit pratiquement le prix d'achat de 47.608 francs français qui avait été fixé chaque jour par la Banque depuis le 13 septembre 1939 (à ce dernier prix, la parité avec le dollar s'établit à 42,41 francs français, d'après le prix net d'achat de l'or par la Trésorerie américaine et pour de l'or acheté à Paris, alors que le cours officiel vendeur de dollars, c'est-à-dire pour de l'or à New-York, est de 43,80 francs français). La plus-value comptable résultant de cette réévaluation, la quatrième depuis la dévaluation de 1936, s'est élevée à environ 17.300 millions de francs français, qui ont été cédés au gouvernement français en même temps que 3 milliards de francs français environ provenant des ressources du Fonds de stabilisation des changes pour lui permettre de rembourser à la Banque de France les avances temporaires qu'elle lui avait consenties de 1936 à 1938.

Le 31 mars 1940, l'encaisse-or de la Nederlandsche Bank a été réévaluée à un cours équivalant à la dépréciation d'environ 18% de la monnaie, la dépréciation réelle du florin étant de 22% par rapport au dollar. Sur le bénéfice comptable ainsi réalisé, 132,5 millions de florins furent alloués à l'Etat, et 13,9 millions de florins à la Nederlandsche Bank qui affecta 7,6 millions à l'amortissement du solde des pertes subies par elle en 1931 sur ses réserves en sterling, et versa le surplus, soit 6,3 millions de florins, au fonds de réserve déclarée de la banque. A la fin du mois de février 1940, le ministre des colonies des Pays-Bas a proposé de procéder à une réévaluation semblable des 133 millions de florins de l'encaisse-or de la Banque de Java.

Quand, le 31 janvier 1940, le gouvernement suédois a, en vertu de la loi du 22 décembre 1939, amendé les dispositions concernant la couverture des billets de la Riksbank, les réserves-or de la Banque ont été évaluées au cours de 4.726 couronnes suédoises le kilogramme alors en vigueur, contre une parité de 2.480 couronnes suédoises, mais cette nouvelle parité s'appliquait exclusivement au calcul de la couverture des billets. En fait, il n'a été procédé à aucune réévaluation formelle et, depuis lors, aucun « profit » réel n'a été mis à disposition. Les situations hebdomadaires de la couverture des billets de la Riksbank font état de l'or à sa valeur courante, tandis qu'il figure à sa valeur ancienne dans les bilans mensuels. Le 5 octobre, la Banque Nationale de Yougoslavie a été autorisée à calculer le pourcentage de la couverture-or des billets en circulation et des engagements à vue en prenant pour base la valeur réelle du dinar, ce qui équivaut à une prime d'environ 60% par rapport à la valeur du dinar « stabilisé », alors que la prime utilisée précédemment pour l'évaluation de l'or était de 28 1/2 %. Il n'a toutefois été procédé dans le bilan de la Banque nationale à aucune réévaluation de l'encaisse-or.

Les modifications apportées aux réglementations et aux pratiques des banques centrales indiquées ci-dessus ont eu pour cause le besoin urgent de ressources liquides, la pression sur les finances publiques et l'augmentation des paiements extérieurs, mais d'autres raisons encore ont été à la base des changements intervenus pendant l'année, par exemple le changement de juridiction sur certains territoires affectés par la guerre, l'aggravation du contrôle de l'Etat, etc.

Un décret allemand du 5 septembre prévoyait le transfert à la Reichsbank de la direction de la Banque de Dantzig et stipulait également la liquidation de cette Banque. Le 11 septembre, celle-ci cessa d'émettre des billets libellés en florins et son siège commença d'exercer son activité en qualité de succursale de la Reichsbank.

Après l'ouverture des hostilités entre l'Allemagne et la Pologne, le 1<sup>er</sup> septembre, la Bank Polski a été évacuée de Varsovie le 5 septembre. Son encaisse-or et une partie de son personnel ayant été transférées à Paris, la Banque a rouvert ses portes dans cette ville et repris son activité sur de nouvelles bases dans le courant du mois d'octobre. Dans les territoires polonais occupés par l'Allemagne, des Caisses de crédit du Reich ont été organisées sous la direction du Conseil des Caisses de crédit du Reich établi à Berlin le 26 septembre 1939. A l'origine, ces Caisses de crédit du Reich ont émis leurs propres billets libellés en reichsmarks pour remplacer les billets en circulation libellés en zlotys. Lorsqu'à une date ultérieure une distinction fut établie entre les districts de Pologne incorporés au Reich allemand et ceux placés sous l'autorité du gouverneur général, les Caisses de crédit du Reich situées dans les districts incorporés au Reich furent transformées en succursales de la Reichsbank. A partir du 20 novembre, les dispositions allemandes concernant le contrôle des changes furent appliquées à ces districts; le reichsmark fut introduit par décret du 22 novembre; le 27 novembre, le zloty cessa d'avoir pouvoir libératoire et, le 21 décembre, la loi sur la Reichsbank allemande fut introduite. Dans le Gouvernement général un décret en date du 15 décembre stipula la création d'une «Banque d'Emission en Pologne». Les Caisses de crédit du Reich ont continué de fonctionner jusqu'à l'ouverture de cette banque, en avril 1940, sur la base du zloty, avec leur bureau principal tout d'abord à Lodz, puis à Cracovie. La nouvelle banque est dirigée par un président polonais et des suppléants désignés par le Gouverneur général en même temps que par un Directeur (Bankdirigent) allemand qui a le pouvoir d'accorder ou de refuser son approbation aux opérations de la banque, spécialement en ce qui concerne l'ouverture de crédits et la fixation des taux d'intérêts. La banque émet ses propres billets libellés en zlotys et procède au retrait graduel des billets de l'ancienne Bank Polski et des Caisses de crédit du Reich qui sont en circulation. Une distinction est faite entre les billets de la nouvelle banque émis en remplacement des anciens billets libellés en zlotys et les billets qu'elle met en circulation comme conséquence de ses propres opérations. Les billets de cette dernière catégorie seront couverts par les avances et les escomptes qui sont à l'origine de leur émission et par les moyens de paiement allemands de la banque représentés par des billets de la Reichsbank, ses dépôts à la Reichsbank et ses dépôts à l'office de clearing de Berlin. Les billets remis en échange de ceux de la Bank Polski doivent être couverts, jusqu'à concurrence du montant de 3 milliards de zlotys, par une hypothèque spéciale sur tous les immeubles situés sur le territoire polonais comportant une priorité sur tous les impôts et autres charges.

Les exigences de la guerre ont naturellement tendu à accentuer le contrôle du gouvernement sur les banques centrales. Cette ten-

dance est mise en lumière par les pouvoirs exceptionnels accordés aux gouvernements pour apporter par décrets des modifications dans les règlements des banques centrales; tel est le cas, par exemple, de la loi pour la défense (monétaire) en Grande-Bretagne et des dispositions de la loi du 22 décembre en Suède. La loi sur la Reichsbank allemande du 15 juin 1939 stipule que la direction et l'administration de la banque sont placées sous le contrôle direct du Führer et Chancelier du Reich; la banque se trouve par là placée incidemment sur le même plan que les divers départements d'Etat. La même loi donne à l'ancienne Reichsbank la dénomination nouvelle de Reichsbank allemande; elle stipule que la détention d'actions est réservée aux ressortissants allemands remplissant les conditions requises pour jouir des droits de citoyens du Reich, ainsi qu'aux personnes morales et entreprises qui sont situées sur le territoire du Reich allemand. A l'intérieur même de la banque, la loi renforce la position du président en lui donnant voix prépondérante dans le conseil d'administration. L'ancien comité central (Conseil) des actionnaires est remplacé par un Conseil qui fait la liaison avec les milieux commerciaux et industriels allemands.

D'autres changements ont été apportés aux statuts de la Reichsbank allemande le 30 septembre 1939; ceux-ci affectent un certain nombre de points secondaires, la direction des succursales, les droits des actionnaires, le règlement intérieur de l'assemblée générale, entre autres. Les conditions concernant la constitution du conseil ont été fixées et des dispositions ont prévu l'établissement de conseils locaux auprès des principales succursales de la banque. Lors d'une séance du conseil, le 29 octobre 1939, un comité général a été constitué ainsi que des commissions spéciales du crédit, du marché du capital, de la bourse, de la monnaie et du commerce extérieur.

La loi portant modification à la loi sur la Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande, adoptée en 1939 et qui fait partie de la législation financière de guerre, marque le point culminant du mouvement qui a commencé à se manifester en Nouvelle-Zélande en 1935, en faveur d'un accroissement du contrôle de l'Etat sur la banque centrale. Aux termes de cette loi, le gouverneur et le Conseil d'administration de la banque sont tenus de mettre à exécution les décisions du gouvernement, elle donne au ministre des finances le pouvoir de suspendre ou de modifier le pourcentage de la réserve et autorise la réévaluation de l'or de la banque au prix du marché ainsi que la constitution, avec la plus-value ainsi réalisée, d'une réserve spéciale au nom du gouvernement.

En Bolivie, la nationalisation de la banque centrale a été décrétée par le gouvernement au début du mois d'août et elle est entrée en vigueur au milieu du même mois. Le gouvernement détenait auparavant 70 % des actions de la banque; les 30 % restants ont été remboursés au pair aux actionnaires privés

qui en étaient propriétaires et le fonds de réserve de dividendes a été distribué, déduction faite d'un impôt de 20% perçu sur les 30% dus aux actionnaires privés. Un conseil de 12 membres a été placé à la tête de la banque; il comprend un président nommé par le gouvernement, six représentants du gouvernement et un représentant de chacune des branches de l'activité économique: mines, industrie, agriculture, commerce et banques privées. La banque doit prendre, par l'intermédiaire du ministre des finances, des dispositions pour fournir des crédits au gouvernement et aux entreprises publiques; ceux-ci ne seront accordés que si, de l'avis des administrateurs, la banque dispose de fonds adéquats dont l'utilisation à cette fin ne risque pas d'ébranler la stabilité monétaire. En vertu d'un décret du 5 septembre 1939, il a été procédé à une réévaluation de l'encaisse-or de la banque, qui a porté la base d'évaluation de 80 à 120 bolivianos pour une livre sterling — pour un prix d'or en sterling de 148 shillings. Le produit de la réévaluation a été utilisé en partie au remboursement des actionnaires privés, en partie à la couverture des dépenses extraordinaires de l'Etat, en partie enfin à l'augmentation du capital de la banque qui a été porté d'un montant légèrement supérieur à 25 millions de bolivianos à 50 millions de bolivianos.

La transformation de la Banque Nationale d'Egypte en banque centrale a fait de nouveaux progrès durant l'année. En juin 1939, les actionnaires de la banque se sont prononcés par un vote unanime en faveur du changement proposé. En mars 1940, la chambre des députés a approuvé le règlement concernant le privilège d'émission des billets de la banque pour une période de 40 ans, et le ministre des finances a annoncé son intention de proposer très prochainement le vote d'une loi autorisant la transformation complète de la banque en banque centrale. En avril 1939, l'assemblée générale de la Banque du Brésil a approuvé la décision prise en 1936 d'élever le capital de la banque de 100.000 à 200.000 contos dont la moitié sera souscrite par l'Etat fédéral. A une réunion des gouverneurs des 21 Etats brésiliens, à la fin de novembre 1939, le ministre fédéral des finances a annoncé que des mesures seront prises pour convertir la Banque du Brésil en banque centrale et que l'on utilisera à cette fin l'or détenu par l'Etat et par la Banque du Brésil à Rio de Janeiro, ainsi qu'un autre montant d'or acheté au Trésor américain et détenu aux Etats-Unis.

La coopération entre banques centrales a, bien entendu, été interrompue pour le moment entre les institutions des Etats belligérants, mais on constate néanmoins, dans d'autres directions, certains développements de caractère surtout régional. En janvier 1939, les gouverneurs des banques nationales de l'Union balkanique (Yougoslavie, Roumanie, Grèce et Turquie) se sont rencontrés à Belgrade pour discuter les questions financières d'ordre technique qui leur

sont communes et ils ont conclu un accord en vue de rendre plus étroite leur collaboration dans le domaine financier. Les 14 et 15 octobre 1939, des représentants des banques centrales de Danemark, de Finlande, d'Islande, de Norvège et de Suède se sont rencontrés à Copenhague. Les conférences qui ont eu lieu entre les représentants des 21 républiques américaines et qui ont eu pour résultat l'établissement à Washington d'un comité consultatif économique et financier interaméricain chargé d'étudier les problèmes commerciaux et financiers nés de la guerre en Europe, participent de la nature de cette coopération régionale entre banques centrales, bien qu'elles s'en différencient par la forme. Ce comité a été établi par une décision d'une réunion des ministres des affaires étrangères des Etats américains qui s'est tenue à Panama en septembre 1939; conformément à une autre décision adoptée par une conférence pan-américaine des représentants des départements du Trésor, tenue à Guatémala en novembre, le comité a élaboré des plans pour l'établissement d'une banque interaméricaine. Cette banque a pour principaux objets de favoriser le commerce entre les pays de l'Amérique Latine et les Etats-Unis, d'encourager les placements à l'intérieur de l'hémisphère américain, d'aider au maintien de la stabilité des monnaies des pays participants et de procéder à des recherches sur les questions de finances publiques, de change, de monnaie et de banque dans la mesure où celles-ci ont un lien spécifique avec les problèmes des républiques américaines. Le projet de plan donne à la banque entre autres pouvoirs ceux d'accorder des emprunts à court, moyen et long terme en or ou en une monnaie quelconque, aux Etats et à leurs banques centrales, à leurs circonscriptions politiques et à leurs ressortissants, sous réserve que tous les emprunts seront garantis par le gouvernement intéressé. Le projet donne en outre à la banque le pouvoir d'effectuer des achats, ventes et négociations portant sur des obligations et des valeurs mobilières des Etats participants qui n'ont pas fait défaut, et sur des valeurs mobilières garanties dont le service est assuré par eux; il lui donne le pouvoir de garantir des emprunts, de remplir les fonctions d'office de clearing, d'émettre des valeurs mobilières et des certificats de rentes, d'accepter des dépôts des gouvernements participants et d'autres déposants, sous réserve que le gouvernement intéressé ne s'y oppose pas en temps voulu, etc.

Le capital de la banque sera de 100 millions de dollars, réparti en actions de 100.000 dollars qui seront souscrites en proportion de la valeur totale en dollars du commerce extérieur des républiques en 1938, mais aucun pays ne pourra détenir plus de 50 actions. La banque ne pourra pas commencer ses opérations avant qu'au moins cinq Etats ayant souscrit 145 actions aient ratifié la convention constituant la banque. Le 11 mai 1940, la convention a été signée par la Colombie, la République Dominicaine, l'Equateur, le Mexique, le Nicaragua et les Etats-Unis. Comme ces Etats ont souscrit un nombre d'actions du capital

de la banque supérieur au minimum fixé, l'élaboration de l'instrument définitif concernant la constitution de la banque a commencé.

Le plan élaboré pour la constitution de la banque interaméricaine alloue une part considérable aux gouvernements, tant en ce qui concerne la direction que les transactions à effectuer. L'établissement de cette banque fournit donc un nouvel exemple de la tendance à donner aux gouvernements une plus grande influence dans la sphère d'activité des banques centrales. Dans les pays d'Europe, cette tendance reflète plus nettement le mouvement en faveur du renforcement de l'autorité des gouvernements en période de danger national lorsque la politique monétaire est de plus en plus subordonnée aux nécessités immédiates de l'Etat. Bien que ces mesures exceptionnelles restreignent d'une manière générale l'indépendance formelle des banques centrales en tant qu'élément du système de protection qui s'est graduellement développé pour assurer la stabilité monétaire, il se peut que le champ réel d'activité de la plupart des banques centrales se soit plutôt étendu. Dans la mesure même où l'autorité tend à se centraliser en période de difficultés graves, de nouvelles tâches sont confiées aux banques centrales, parce qu'elles sont plus qualifiées pour les remplir que les services d'Etat, en raison même de leur étroite association avec les marchés de l'argent et des changes. De plus, le rôle des banques centrales, en leur qualité de conseillers de leurs gouvernements, croît en importance. Lorsque le contrôle du gouvernement s'étend à des sections de l'économie nationale restées jusqu'alors en dehors de toute réglementation, et que des problèmes d'ordre fiscal et financier doivent être résolus d'urgence, les banques centrales, du fait de leurs connaissances spécialisées, deviennent auprès du gouvernement un adjoint indispensable, en raison même de la complexité des problèmes à résoudre et de l'interdépendance indissoluble de la politique économique et de la politique financière.



## VII. OPÉRATIONS COURANTES DE LA BANQUE.

### 1. ACTIVITÉ DU DÉPARTEMENT BANCAIRE.

Le bilan de la Banque au 31 mars 1940, certifié par les vérificateurs aux comptes, figure en annexe II au présent Rapport. Son total s'élève à 469,9 millions de francs suisses or (unités de 0,2903 . . . gramme d'or fin) contre 606,5 millions au 31 mars 1939. La méthode d'évaluation en cette unité de compte des devises composant l'actif et le passif du bilan n'a subi aucune modification au cours de l'exercice. Elle se fonde donc, comme précédemment, sur le prix officiel de vente de l'or par la Trésorerie américaine et sur le cours de conversion des devises en dollars le jour de la clôture des écritures. Certes, l'évaluation de certaines devises en notre unité statutaire diffère sensiblement au 31 mars 1939 et au 31 mars 1940. Mais l'importance relative de ces devises à notre dernier bilan est extrêmement faible, de sorte que l'on peut considérer comme comparables d'une façon absolue les chiffres en francs suisses or aux deux dates ci-dessus.

Au cours des deux exercices précédents déjà, l'évolution des ressources de la Banque avait été commandée par celle des facteurs qui agissaient sur la situation politique internationale. On comprend que les événements de 1939 et surtout de septembre dernier n'aient pu qu'accuser cette corrélation.

Les dépôts qui nous sont confiés par les banques centrales ont constitué, cette année encore, le seul élément variable de notre passif, si l'on excepte le retrait du Fonds de garantie du gouvernement français. Ces dépôts ont à peu près régulièrement diminué jusqu'à fin octobre. Ils ont, par la suite, repris quelque importance jusqu'au 31 décembre, pour s'abaisser à un minimum à fin février 1940 et s'établir, à fin mars, approximativement à leur chiffre de fin janvier.

Jusqu'à la fin de l'an dernier, le volume des avoirs en or détenus par la Banque a suivi une évolution presque exactement parallèle à celle des dépôts en devises des banques centrales, quoique son accroissement en novembre et décembre ait été beaucoup moins accusé. Par la suite, il a continué à s'effriter pendant les trois premiers mois de 1940, s'établissant, au 31 mars 1940, à un minimum absolu. Le tableau de la page suivante illustre d'ailleurs ces changements.

Le volume des dépôts propres des banques centrales au 31 mars 1940 ne représente plus, en fait, que moins du quart de ce qu'il était un an auparavant. Par contre, celui de l'or conservé « earmarked » hors bilan correspond à peu près au tiers du chiffre correspondant de l'année précédente. Les événements

Millions de francs suisses or	1939							1940
	31 Mars	30 Juin	31 Juillet	31 Août	30 Sept.	31 Oct.	31 Déc.	31 Mars
Dépôts propres des banques centrales:								
vue . . . . .	46,3	87,6	79,—	21,6	28,4	17,5	46,4	32,—
3 mois maximum	97,2	34,5	35,7	32,2	11,8	2,7	0,1	—
Total	143,5	122,1	114,7	53,8	40,2	20,2	46,5	32,—
Dépôts-or . . . . .	9,7	13,3	14,4	14,1	10,7	10,7	10,3	12,9
Stock d'or propre . . .	29,—	49,3	41,4	14,5	5,8	6,8	12,3	17,7
Stock d'or « <i>earmarked</i> » hors bilan . . . . .	236,7	172,3	193,7	135,4	101,2	89,8	89,—	73,2
Total	275,4	234,9	249,5	164,—	117,7	107,3	111,6	103,8

actuels ont donc comprimé dans une proportion notable les actifs confiés à la Banque.

Toutefois, le total des opérations traitées ne s'est pas réduit dans une proportion analogue. Par comparaison avec ceux des deux exercices précédents, son évolution et sa décomposition se présentent comme suit, si l'on désigne par 100 le volume total des opérations de la Banque pour l'exercice 1937/1938:

Pour cent du volume total des opérations de l'exercice 1937/1938	Exercice 1937/1938	Exercice 1938/1939	Exercice 1939/1940
Mouvements en comptes de dépôts . .	47,4	49,1	59,—
Transactions sur devises . . . . .	7,1	12,6	9,8
Achats, ventes et échanges d'or . . . .	23,1	32,6	18,7
Mouvements de l'or « <i>earmarked</i> » . .	22,4	42,7	31,5
Total . . .	100,—	137,—	119,—

Le volume total des opérations de la Banque en 1939/1940 correspond en effet à peu près à la moyenne de ceux des deux exercices précédents; le développement des mouvements en comptes de dépôts est également significatif; quant au volume des opérations sur or, s'il est inférieur d'un tiers environ à celui de l'exercice 1938/1939, il est encore supérieur à celui de l'exercice antérieur. Au surplus, les conditions dans lesquelles ces opérations se sont déroulées cette année en ont rendu l'exécution sensiblement plus profitable pour la Banque, encore que toutes précautions aient été prises pour réduire au minimum le risque de cette partie de son activité directement liée aux besoins extraordinaires que créait à certaines banques centrales le développement de la situation politique.

La comparaison des principaux chapitres du bilan au 31 mars 1939 et au 31 mars 1940 appelle les remarques suivantes.

#### A. Passif.

Le total des dépôts à long terme revient, du 31 mars 1939 au 31 mars 1940, de 255,2 millions de francs suisses or à 229,6 millions. Il n'y subsiste plus, à cette dernière date, que les dépôts au compte de trust des annuités et le dépôt du gouvernement allemand. Le Fonds de garantie du gouvernement français a été remboursé dans le courant du mois de septembre 1939, son maintien n'apparaissant plus nécessaire au sens de l'article 199 des annexes du Plan Young. Aux termes de la sentence arbitrale rendue en date du 30 janvier 1935, sa valeur avait été fixée à environ 305 millions de francs français.

Le premier tableau de la page précédente a montré l'évolution des dépôts constitués par les banques centrales en devises pour leur compte propre. L'attitude de nos déposants a été diverse: dès le mois d'août, certaines banques centrales nous avaient retiré l'intégralité de leurs dépôts; d'autres ont diminué progressivement leurs avoirs ou nous ont laissé des soldes encore relativement importants. Dès avant le mois de septembre, on avait en outre assisté à un mouvement de regroupement des comptes de certaines Institutions qui ont, en particulier, supprimé divers dépôts inactifs. Nous avons d'autre part enregistré, après le début de septembre, certains dépôts nouveaux de caractère apparemment durable, à côté d'opérations nombreuses où nous avons principalement joué le rôle d'intermédiaire dans les mouvements de fonds.

Certaines Institutions du Continent américain ont également été amenées, du fait des événements, à réduire au maximum leurs engagements et leurs avoirs en Europe. Il en est ainsi résulté une diminution de nos ressources; en outre ceci a provoqué la disparition, à l'actif comme au passif de notre bilan, des postes «Garantie reçue de banques centrales sur effets cédés» et «Garantie donnée sur effets de commerce cédés», qui traduisaient des opérations de cession d'effets de notre portefeuille à titre d'utilisation spéciale de certains dépôts en devises.

On peut constater que les dépôts des banques centrales pour compte propre ne comportent plus maintenant que la seule forme de comptes à vue. Les dépôts à terme maximum de trois mois ont suivi une progression régulièrement décroissante et figuraient pour la dernière fois — pour un montant insignifiant d'ailleurs — à notre situation au 31 décembre 1939.

Les dépôts des banques centrales pour compte d'autres déposants, qui ont constamment revêtu, au cours de l'exercice, la forme de comptes à vue, n'ont varié que dans des proportions peu appréciables. De 1,8 million de francs suisses or au 31 mars 1939, ils sont revenus à 1,6 million au 31 mars 1940,

après avoir atteint au maximum 2 millions au 31 juillet 1939 et, au minimum, 1,1 million au 31 janvier 1940.

Le chiffre des dépôts d'autres déposants s'est réduit sensiblement davantage. Leur chiffre au 31 mars 1939, soit 4,4 millions de francs suisses or, est en même temps le chiffre maximum de l'exercice; leur montant au 31 mars 1940, soit 1,1 million, serait également le chiffre minimum de l'exercice si l'on n'avait enregistré, au 31 août 1939, un chiffre de 0,7 million moins élevé encore.

Par contre, les dépôts bancaires en poids d'or ont enregistré des fluctuations quelque peu plus importantes. Leur chiffre passait, en effet, de 9,7 millions de francs suisses or au 31 mars 1939 à 14,4 millions au 31 juillet, maximum de l'exercice. Il revenait à un minimum de 10,3 millions au 30 novembre pour suivre désormais une lente, mais régulière progression qui en a porté le chiffre à près de 13 millions de francs suisses or au 31 mars 1940. Ce total comprend, pour 1,8 million, des dépôts à terme dont l'inclusion à notre situation date du mois de janvier 1940. Cette rubrique figure pour la première fois à notre bilan.

Comme au cours des précédents exercices, ces comptes-or ont continué à jouer un rôle non négligeable aussi bien à l'occasion du règlement des transactions postales internationales par notre intermédiaire qu'à celle d'opérations d'ajustements et de transferts de devises portant sur des montants parfois peu importants qu'il eût été difficile d'assurer autrement. Mentionnons que nous avons suggéré, au cours de l'exercice, aux banques centrales titulaires dans nos livres de comptes de dépôt-or à vue livraison Londres au titre des règlements postaux internationaux d'y substituer temporairement la livraison Berne, dans l'intérêt du fonctionnement du système même dans les circonstances difficiles que nous traversons.

A cet égard, dans le domaine du règlement des paiements postaux internationaux comme dans celui du règlement des paiements entre Administrations des télégraphes et des téléphones, la Banque a continué à effectuer des opérations impliquant aussi bien des transferts entre comptes devises que l'utilisation des comptes de dépôts en poids d'or des banques centrales des pays intéressés.

On sait qu'il n'est pas nécessaire, si l'on applique la nouvelle méthode que nous avons exposée en détail dans notre précédent Rapport annuel, que les créanciers et les débiteurs se mettent préalablement d'accord sur le choix d'une devise en laquelle régler et convertir les montants à payer en francs-or. Les paiements s'effectuent en effet par le simple transfert en compte des poids d'or en question, sans d'ailleurs que des mouvements effectifs de métal soient nécessaires.

La sécurité, l'économie et la rapidité que présente l'application de ce nouveau système ont eu pour résultat une augmentation, au cours de l'exercice, du nombre des Administrations et des banques centrales qui s'y sont ralliées. Le

volume des mouvements en compte a été notablement supérieur à celui de l'exercice précédent; les paiements pour lesquels les comptes de dépôt-or ont été utilisés ont dépassé considérablement ceux pour lesquels les comptes devises étaient, conformément aux méthodes antérieures, seuls employés. Des opérations de cette nature ont continué à s'effectuer régulièrement depuis le début des hostilités.

## B. Actif.

Le mouvement au cours de l'exercice, à certaines dates caractéristiques, des postes constituant l'ensemble de nos disponibilités ressort du tableau ci-dessous:

Millions de francs suisses or	31 Mars 1939	30 Juin 1939	31 Octobre 1939	31 Mars 1940
Or en lingots . . . . .	38,8	62,6	17,5	30,6
Encaisse devises . . . . .	23,6	23,1	15,9	34,8
Fonds à vue . . . . .	32,7	22,4	13,8	16,3
Portefeuille réescomptable:				
Effets et acceptations . . . . .	142,2	144,5	109,5	93,5
Bons du Trésor . . . . .	74,7	80,9	48,5	68,4
Total . . . . .	312,0	333,5	205,2	243,6

D'une manière générale, on peut constater que les variations de l'ensemble des postes de disponibilités ont, à peu de chose près, correspondu à celles du total de nos ressources. La différence entre le chiffre de notre situation au 30 juin 1939, soit 589,3 millions de francs suisses or, et celui de la situation au 31 octobre, soit 452,3 millions, est de 137 millions de francs suisses or; celle entre les totaux aux mêmes dates de nos actifs liquides — au sens comptable du terme — est de 128,3 millions. Le souci de la liquidité maximum qui avait toujours été à la base de la conduite de nos opérations et l'excédent considérable de liquidité que nous avons pris soin de maintenir se sont donc révélés opportuns; ils nous ont permis de ne pas avoir à recourir, à aucun moment, aux facilités supplémentaires de trésorerie que nous nous étions ménagées auprès de la plupart de nos correspondants.

L'évolution des postes ci-dessus de notre bilan appelle les quelques remarques suivantes:

Les chiffres mentionnés ci-dessus pour l'or en lingots correspondent à peu près aux principaux mouvements enregistrés dans ce poste au cours de l'exercice. En fait, le maximum absolu s'en plaçait au 31 mai 1939 avec 64,7 millions de francs suisses or et le minimum au 30 septembre avec 16,5 millions. Entre ces dates, le mouvement avait été régulier: accroissement du 31 mars

1939 au 31 mai, réduction du 31 mai au 30 septembre, nouvelle augmentation du 30 septembre au 31 mars 1940.

Notre stock d'or propre, représentant l'excédent de l'encaisse-lingots sur nos engagements en poids d'or, a varié dans les proportions qu'indique le premier tableau de ce chapitre du Rapport. Le maximum absolu en a été de 51,5 millions de francs suisses or au 31 mai; il s'est réduit par la suite d'une manière constante jusqu'à 5,8 millions au 30 septembre, pour croître ensuite, également dans une mesure régulière, jusqu'à son niveau de 17,6 millions au 31 mars 1940. La moyenne des cinq derniers mois de l'exercice n'a toutefois guère dépassé 15 millions de francs suisses or, ce qui correspond à moins de 5.000 kilogrammes de métal fin.

Les mesures de précautions et les règles limitatives que nous nous sommes imposées ont rendu possible de comprimer à ce volume minimum le total de ce stock d'or; l'expérience des opérations sur or de la Banque montre toutefois que la constitution et le maintien d'un stock de cette importance sont simplement suffisants pour nous permettre de répondre aux demandes qui nous sont adressées. Dans notre dernier Rapport annuel, au moment où nombre de problèmes actuels ne se posaient pas, nous estimions que le maintien d'un stock d'en moyenne 25 millions de francs suisses or au moins était désirable.

Son rôle est demeuré, au cours de l'exercice, le même que celui que nous avons décrit dans notre précédent Rapport annuel: son existence nous permet d'assurer dans les meilleures conditions possibles les opérations sur or que nous effectuons pour le compte de nos clients banques centrales. D'autre part, la répartition sur différentes places de nos avoirs propres en or et le maintien de certains minima sont destinés à nous servir, le cas échéant, de volants de trésorerie ou de stocks de battement nous permettant d'éviter une fraction des risques et délais impliqués par les expéditions d'or que nous assurons pour notre propre compte.

Le montant de notre encaisse-devises a également oscillé, au cours de l'exercice, dans des proportions assez sensibles. De 23,6 millions de francs suisses or au 31 mars 1939, il revenait au niveau très faible de 6,8 millions au 31 mai pour s'établir aux environs de 27 millions à fin août et fin septembre, revenir à 15,9 millions au 31 octobre et s'élever à nouveau à plus de 50 millions, maximum de l'exercice, au 31 décembre 1939. Son chiffre de 34,8 millions au 31 mars 1940 est le plus élevé après le maximum précédent.

Les Fonds à vue placés à intérêts ont, dans l'ensemble, montré une tendance à la diminution à peu près constante depuis le début de l'exercice; le chiffre de 32,7 millions de francs suisses or au 31 mars 1939 est en effet le maximum absolu de l'exercice, et le minimum a été atteint le 28 février 1940

avec 10,4 millions. Le chiffre de 16,3 millions au 31 mars 1940 est supérieur à la moyenne des huit mois précédents.

L'évolution du portefeuille réescomptable a été assez caractéristique. De 216,9 millions de francs suisses or au 31 mars 1939, le chiffre s'en élevait lentement à 228,1 millions au 31 juillet, pour s'établir à 177,2 millions au 31 août, 176,1 millions au 30 septembre et revenir à 158 millions au 31 octobre, chiffre dont il ne s'est guère écarté jusqu'au 31 mars 1940, date à laquelle il s'établissait à 161,9 millions. Le volume comparé des effets de commerce et acceptations de banque et des bons du Trésor, qui se traduisait, au 31 mars 1939, par une proportion d'approximativement 2 à 1, s'est trouvé, au 30 novembre, montrer une proportion renversée, qui a même atteint un maximum au 31 janvier 1940, lorsque les effets se sont chiffrés par 57,8 millions de francs suisses or alors que les bons du Trésor s'élevaient à 101,8 millions. Au 31 mars 1940, le portefeuille avait repris une physionomie plus normale, le total des effets atteignant 93,5 millions contre 68,4 millions de bons du Trésor.

Les Fonds à terme placés à intérêts n'ont oscillé qu'à partir du mois d'octobre. Leur chiffre au 31 mars 1939 était en effet de 32,8 millions de francs suisses or; il avait atteint 35,6 millions au 31 août et s'établissait encore à 33 millions au 30 septembre. Il se réduisait, par la suite, jusqu'à 8,6 millions au 28 février 1940 pour atteindre à nouveau 17,4 millions au 31 mars.

Quant aux Effets et placements divers, leur volume s'est réduit, du 31 mars 1939 au 31 mars 1940, de 258,7 à 206,6 millions de francs suisses or. Ces deux chiffres représentent d'ailleurs le maximum et le minimum de l'exercice. Ils se décomposent ainsi à ces deux dates :

Millions de francs suisses or	31 Mars 1939	31 Mars 1940
3 mois d'échéance au maximum .	126,3	110,1
3 à 6 mois d'échéance . . . . .	63,9	80,—
plus de 6 mois d'échéance . . . .	68,5	16,5
Total . . .	258,7	206,6

La proportion des placements à échéance maximum de 3 mois au total des placements divers est donc supérieure, le 31 mars 1940, à ce qu'elle était le 31 mars 1939; en outre, les placements à plus de 6 mois d'échéance représentent 8 % seulement du total au 31 mars 1940 contre 26 % au 31 mars 1939.

L'ensemble des problèmes auxquels nous avons eu à faire face au cours de l'exercice 1939/1940 a été, du fait des événements du second semestre, plus complexe encore que lors des exercices précédents. Les questions de rendement ont, en particulier, dû céder le pas aux questions de sécurité et de liquidité. Les variations qui sont intervenues dans les rapports réciproques des diverses grandes devises ont exigé, d'autre part, une observation plus stricte encore des règles relatives à la surveillance et à la limitation, autant que faire se pouvait, des positions de change que la Banque, de par la structure même de ses actifs et de ses passifs, était obligée de conserver en or ou en devises couvertes par un engagement en or de notre débiteur.

Les problèmes accessoires qu'entraînait l'état de belligérance entre divers pays, les retards apportés par la force des choses à l'exécution de la plupart des transactions, les questions que soulevaient les rapports avec des pays dont le statut se trouvait modifié ont placé la Banque devant un certain nombre de difficultés. Nous sommes heureux de pouvoir dire qu'elles ont été surmontées dans l'intérêt bien compris aussi bien de la Banque elle-même que de ses clients. Les garanties et assurances dont nous nous étions entourés, de même d'ailleurs que la bonne volonté et l'attitude compréhensive des banques centrales directement ou indirectement intéressées à ces problèmes, nous ont, en l'occurrence, grandement aidés à les résoudre d'une façon aussi satisfaisante que possible étant données les circonstances.

Les événements de septembre ont eu, d'autre part, pour conséquence d'obliger la Banque à prendre certaines décisions relatives aux principes de ses opérations. En dehors de décisions d'ordre en quelque sorte interne et qui s'imposaient d'elles-mêmes en raison du souci de la liquidité maximum à maintenir pour faire face à des éventualités de la nature de celle, par exemple, du retrait complet des dépôts qui nous étaient confiés, la nature même des opérations de la Banque l'a incitée à adopter certaines règles de conduite nouvelles. La Banque des Règlements Internationaux entretient en effet des rapports d'affaires avec la plupart des banques centrales. Cette situation exige dès lors qu'elle ne procède qu'à des opérations dont la correction soit indiscutable du point de vue des Etats belligérants comme de celui des autres. Au cours du mois de décembre 1939, une codification des règles de conduite, d'ailleurs observées par la Banque des Règlements Internationaux depuis le mois de septembre, a été édictée et portée à la connaissance des banques centrales et Institutions membres de son organisation.

\* \* \*

Ainsi qu'il ressort du second tableau publié plus haut, le volume de nos diverses transactions sur or au cours de cet exercice a été quelque peu



inférieur à celui de l'exercice précédent. Ces opérations ont toutefois revêtu une signification peut-être plus importante encore que par le passé étant données justement les circonstances spéciales dans lesquelles nous les avons effectuées. Leur nombre avait été particulièrement élevé au cours des premiers mois de l'exercice. Pour en donner un exemple, le volume total des opérations de cette nature avait porté sur l'équivalent d'environ 400 millions de francs suisses or en avril 1939 et de 300 millions de francs suisses or en mai. Par contre, il s'était réduit par la suite, et ce surtout à partir du mois de décembre 1939. En fait, dès avant ce moment, les propositions et demandes d'opérations qui nous parvenaient comportaient une direction presque entièrement unilatérale. Les transports de métal jaune pour compte des banques centrales avaient presque tous comme destination le seul marché de l'or resté « libre » pour la vente : New-York. Dès la deuxième quinzaine de septembre, il devenait de plus en plus difficile d'expédier matériellement de l'or et de trouver à contracter des assurances contre le risque de guerre. De plus, les dispositions prises par les grandes places européennes relativement au commerce de l'or y rendaient difficiles et même problématiques les transactions sur métal jaune. Les Institutions centrales ayant de l'or « earmarked » à la Banque des Règlements Internationaux et qui désiraient le réaliser devaient donc l'expédier à New-York. Or, les frais d'assurance couvrant le risque de guerre sur des bateaux neutres s'élevaient à ce moment à des niveaux considérables à tel point que des coûts totaux de 4 % pour un transport d'or entre les Continents européen et américain étaient enregistrés à l'époque.

La plupart des opérations pour lesquelles nous étions sollicités étaient donc soit d'échanger, contre de l'or à New-York, de l'or déposé sur le Continent européen ; soit d'acheter cet or directement contre dollars ; soit, enfin, de hâter d'une manière quelconque la réalisation de cet or contre devises — dans la très grande majorité des cas, contre dollars. Dans la mesure où, à l'occasion de certaines opérations isolées et portant sur de l'or déjà déposé chez nous avant septembre 1939, nous avons pu servir nous-mêmes de contre-partie, nous avons hâté, pour certaines banques centrales de pays neutres, le processus de ces réalisations ou de ces transports. Nous avons été amenés ainsi — et davantage encore par la suite — à choisir entre diverses voies d'expédition et à négocier pour effectuer les transports effectifs aux conditions les moins onéreuses. Là encore, nous avons rencontré, de la part des banques centrales auxquelles nous nous sommes adressés, l'assistance la plus complète et la plus précieuse. La même remarque s'applique également aux autorités monétaires d'outre-Atlantique, dont le concours actif ne nous a de même jamais fait défaut.

Toutes ces opérations étaient naturellement conduites dans le même esprit et selon les mêmes méthodes que celles que nous avons évoquées plus haut,

c'est-à-dire dans la mesure où leur caractère était indiscutable du point de vue des belligérants comme de celui des neutres. Nous nous sommes en conséquence entourés de toutes les garanties possibles, tant à ce point de vue général qu'à celui des risques que nous étions amenés à assumer.

Etant donnée l'impossibilité de trouver sur les marchés des facilités adéquates pour des mouvements d'or comportant des routes souvent nouvelles et inusitées, l'intermédiaire de la Banque des Règlements Internationaux semble avoir présenté une utilité évidente; le recours à notre intermédiaire de banques centrales des pays neutres de plus en plus nombreuses nous a d'ailleurs prouvé que nous leur avons, à certains égards, rendu des services précis et dont elles avaient un réel besoin.

\* \* \*

Le domaine de nos opérations de crédits commerciaux a été, par contre, moins fécond en expériences et en techniques nouvelles. L'évolution des événements ne nous a pas permis de faire usage de certaines possibilités de refinancement qui nous étaient offertes. Les difficultés d'utilisation de certaines devises au titre d'instruments possibles de crédits ont également contribué à la réduction du volume des transactions engagées ou à empêcher le renouvellement de certaines d'entre elles.

Nous avons cependant l'impression qu'en des circonstances différentes les systèmes que nous avons élaborés et qui avaient déjà commencé à fonctionner auraient présenté un intérêt véritable pour la plupart des banques centrales appartenant à notre organisation. Des opérations récemment traitées, pour de faibles montants, il est vrai, ont une valeur d'indication, de tendance. Elles ont montré que certaines banques centrales ont, dans ce domaine, des besoins concrets dont elles nous ont d'ailleurs déjà fait part et que nous pourrions être, le cas échéant, appelés à satisfaire. Là encore, toutefois, les circonstances actuelles font que des opérations de cette nature ne peuvent être engagées et conduites qu'en s'entourant de précautions plus strictes encore qu'en temps normal.

2. FONCTIONS DE MANDATAIRE (TRUSTEE) ET D'AGENT FINANCIER  
EXERCÉES PAR LA BANQUE.

En ce qui concerne les paiements d'annuités qui, aux termes du Nouveau Plan adopté à la Conférence de La Haye de janvier 1930, auraient dû être effectués par l'Allemagne, la Hongrie, la Bulgarie et la Tchéco-Slovaquie, la situation ne s'est pas modifiée au cours de l'exercice: durant cette période, la Banque n'a reçu aucun versement de ces pays.

La situation relative au service de l'emprunt extérieur allemand de 1924, de l'emprunt international 5½ % 1930 du gouvernement allemand et de l'emprunt international de la République fédérale d'Autriche 1930, pour lesquels la Banque exerce les fonctions de mandataire (trustee) et d'agent financier, est également restée invariable pendant l'exercice pour ce qui concerne les mandataires (trustees) respectifs. Ils n'ont reçu aucun des fonds nécessaires dans les monnaies des différentes tranches pour le service de ces emprunts.

La Banque a continué de remplir les fonctions d'intermédiaire pour le règlement des questions financières soulevées par le rattachement à l'Allemagne du Territoire de la Sarre. Le gouvernement allemand s'est engagé à racheter à la France les mines de la Sarre, chemins de fer, etc., pour une somme forfaitaire de 900 millions de francs français dont le paiement, échelonné sur une période de cinq ans, doit s'effectuer principalement sous forme de livraisons gratuites de charbon et par la remise de francs français et d'autres moyens de paiement étrangers recueillis dans la Sarre et échangés contre des reichsmarks quand le territoire fut rattaché à l'Allemagne. Au 31 mars 1939, le montant total payé de ce chef par l'Allemagne s'élevait à 789,8 millions de francs français. Les livraisons gratuites de charbon ont continué normalement jusqu'à la déclaration de guerre et, au 31 mars 1940, le montant total payé s'élevait à 855,3 millions de francs français.

La Banque a également continué d'assumer les fonctions d'intermédiaire pour le service, en Suisse, de l'Emprunt français de sécurité nationale 4½ % 1937: elle a régulièrement et ponctuellement reçu du gouvernement français et transféré aux divers établissements payeurs, au fur et à mesure de leurs besoins, les fonds nécessaires pour payer les coupons de l'emprunt et les obligations sorties au tirage, présentés en Suisse.

### 3. BÉNÉFICES NETS ET RÉPARTITION.

Il incombe à la présente Assemblée Générale de prendre une décision en ce qui concerne le dividende et de faire des affectations aux fonds de réserves. Les bénéfices nets de l'exercice, après provision pour charges éventuelles, s'élèvent à 7.962.180,65 francs suisses or contre 8.583.864,63 francs suisses or pour le neuvième exercice social, le franc suisse or étant défini à l'article 5 des statuts de la Banque comme équivalant à 0,29032258 . . . gramme d'or fin. Aux fins de l'établissement du bilan au 31 mars 1940, les avoirs et les engagements en monnaies étrangères ont été convertis en francs suisses or selon les taux de change cotés ou officiellement fixés à cette date. Tous les avoirs sont estimés aux cours du marché ou au-dessous de ces cours s'il y a cotation et, dans le cas contraire, à leur valeur d'achat ou au-dessous de cette valeur.

Après avoir porté à la Réserve légale, comme il est requis par l'article 53 des statuts, un montant égal à 5 % des bénéfices nets, c'est-à-dire 398.109,03 francs suisses or (429.193,23 francs suisses or en 1939), il est proposé à l'Assemblée Générale de fixer le dividende à 6 % l'an pour le dixième exercice social. Le paiement de ce dividende nécessite un prélèvement de 7.500.000 francs suisses or (7.500.000 francs suisses or en 1939). Les bénéfices nets encore disponibles après la distribution de ce dividende, s'il est voté, s'élèvent à 64.071,62 francs suisses or, dont l'utilisation est fixée par l'article 53 des statuts.

Faisant usage de la faculté que lui donne l'alinéa c) de l'article 53 des statuts, le Conseil d'Administration a décidé d'inscrire au crédit du Fonds spécial de réserve de dividendes, prévu par les statuts, la somme de 12.814,32 francs suisses or, montant maximum qu'il est permis, aux termes des statuts, de prélever à cette fin sur les bénéfices nets de l'exercice actuel (130.934,28 francs suisses or en 1939).

Une fois décidées les affectations aux postes ci-dessus, vous êtes priés, sur le solde restant, d'affecter au Fonds de réserve générale, ainsi qu'il est stipulé à l'alinéa d) de l'article 53, un montant de 25.628,65 francs suisses or (261.868,56 francs suisses or en 1939). Le total de la Réserve légale, de la Réserve de dividendes et de la Réserve générale, s'élèverait dès lors, à la fin du dixième exercice, à 25.529.482,89 francs suisses or.

Le même article des statuts règle la répartition du solde final, soit 25.628,65 francs suisses or, entre les gouvernements ou les banques centrales d'Allemagne et des pays ayant droit à une part dans les annuités prévues à l'Accord de La Haye de janvier 1930, c'est-à-dire entre ceux qui auront laissé à la Banque des dépôts à terme ne pouvant être retirés qu'après un délai minimum de cinq ans. Aucune banque centrale n'a déposé, pendant l'exercice, des fonds de cette nature, mais les gouvernements des pays suivants ont effectué des dépôts qui

leur donnent le droit — en raison de la durée minimum prévue pour ces dépôts — de participer à la répartition du solde des bénéfices, soit 25.628,65 francs suisses or (261.868,56 francs suisses or en 1939), pour les montants ci-après:

Dépôts du compte de trust des annuités prévus à l'article IV (e) du contrat de mandat (trust):	Francs suisses or	
	1939/40	1938/39
France . . . . .	8.784,24	85.270,87
Grande-Bretagne . . . . .	3.432,68	33.321,91
Italie . . . . .	1.793,—	17.405,10
Belgique . . . . .	969,93	9.415,36
Roumanie . . . . .	169,45	1.644,95
Yougoslavie . . . . .	705,25	6.846,11
Grèce . . . . .	58,10	563,98
Portugal . . . . .	111,36	1.080,96
Japon . . . . .	111,36	1.080,96
Pologne . . . . .	3,23	31,33
	16.138,60	156.661,53
Dépôt sans intérêt du gouvernement allemand prévu à l'Article IX du contrat de mandat (trust) . . . . .	8.069,30	78.330,76
Dépôt du gouvernement français (Sarre) . . . . .	71,81	853,22
Fonds de garantie du gouvernement français prévu à l'article XIII du contrat de mandat (trust) . . . . .	1.348,94	26.023,05
	<u>25.628,65</u>	<u>261.868,56</u>

Les comptes de la Banque et son dixième bilan annuel ont été dûment vérifiés par MM. Price, Waterhouse & Cie, comptables assermentés. Copie du bilan est donnée à l'annexe I, ainsi que le rapport des commissaires-vérificateurs certifiant qu'ils ont obtenu toutes les informations et explications demandées et que le bilan et la note qui l'accompagne représentent l'expression comptable exacte du résultat des opérations de la Banque, tel qu'il ressort de ses livres. Le compte de profits et pertes et le compte d'affectation du bénéfice net sont reproduits à l'annexe II.

4. MODIFICATIONS DANS LA COMPOSITION DU  
CONSEIL D'ADMINISTRATION ET DANS LA DIRECTION.

Les membres du Conseil désignés par les Administrateurs d'office exercent, aux termes des statuts, leurs fonctions pendant une période de trois ans et sont rééligibles. La Banque ayant été créée en mai 1930, certaines nominations nouvelles au Conseil ont été faites en mai 1939 pour la quatrième période triennale. A cette époque, M. Galopin et M. Kano ont été désignés comme Vice-Présidents en remplacement du Professeur Beneduce et de M. de Vogüé, dont les mandats étaient venus à expiration.

La retraite du sein du Conseil du Professeur G. Bachmann, Président du Directoire de la Banque Nationale Suisse, après sa nomination en qualité de Président du Conseil de cette Institution, retraite que nous avons déjà évoquée dans notre précédent Rapport annuel, est devenue effective à dater du 8 mai 1939 et M. E. Weber, qui a remplacé le Professeur Bachmann au poste occupé précédemment par celui-ci à la Banque Nationale Suisse, a été désigné le 12 juin 1939 pour prendre son siège au Conseil. Au mois d'octobre dernier, le Gouverneur de la Banque du Japon a nommé M. Kichio Futami en qualité de son suppléant après le rappel au Japon de M. Seijiro Yanagita, dont les services à ce titre depuis mars 1937 avaient été tout particulièrement appréciés. Le départ de M. Yanagita est profondément regretté.

Le 9 mai, le Conseil a eu le regret de déplorer la mort du Dottore Pasquale Troise, Directeur Général de la Banca d'Italia, qui avait exercé durant un certain nombre d'années les fonctions de suppléant du Gouverneur de la Banca d'Italia.

La démission du Dr. J. W. Beyen de ses fonctions de Président de la Banque a pris effet à la date du 31 décembre 1939. Le Dr. Beyen avait participé à la gestion de la Banque depuis mai 1935; il fut, les deux premières années, suppléant du Président et il devint Président après les modifications apportées aux statuts et approuvées par l'Assemblée Générale annuelle de mai 1937. La période durant laquelle le Dr. Beyen a exercé ses fonctions a été dans son ensemble une période où les opérations bancaires internationales ont rencontré les plus grandes difficultés, et l'évolution qui a conduit, après des crises politiques successives, à l'état de guerre a accru dans une proportion très sensible les responsabilités et les charges du Président. Le fait que la Banque a été capable de surmonter les difficultés auxquelles elle a eu à faire face au début des hostilités doit être attribué dans une large mesure aux capacités et au jugement du Dr. Beyen.

Le signataire de ce Rapport, qui a été désigné le 12 juin 1939 par le Conseil pour succéder au Dr. Beyen, a commencé à exercer ses fonctions le 1<sup>er</sup> janvier 1940.

### VIII. CONCLUSION.

Dans une grande partie du monde, les considérations économiques et financières habituelles doivent maintenant céder le pas aux nécessités résultant de l'état de guerre. L'aggravation du contrôle gouvernemental, le détournement du commerce de ses voies naturelles et le bouleversement des systèmes économiques et financiers ne présenteront pour une large part, il faut l'espérer, qu'un caractère temporaire, mais il est certain que des changements plus fondamentaux s'élaborent, sous le déchaînement du conflit, et les conditions futures d'existence en subiront des répercussions profondes, en Europe comme dans tout l'univers. La nature de ces développements ultérieurs échappe nécessairement en grande partie à l'observateur d'aujourd'hui, mais des problèmes exigeant une solution immédiate se poseront aux générations d'après-guerre, et celles-ci devront en outre s'adapter aux changements de nature plus profonde et à plus lointains effets.

Il est de la plus haute importance d'avoir, dès avant la fin des hostilités, l'idée la plus claire possible de la situation économique et financière et des problèmes qu'il conviendra de résoudre. Il faudra être en mesure non seulement d'éviter tout retard, mais encore de réduire le plus possible les erreurs qui résulteraient d'une connaissance insuffisante de la situation ou d'un manque d'organisation. L'œuvre de secours et de reconstruction à accomplir — avec les moyens dont dispose le monde moderne, dès l'instant surtout où l'on utilise efficacement les ressources accumulées — ne devrait pas constituer une tâche insurmontable, quelque profond qu'aura pu être le bouleversement. Grâce à l'expérience pratique acquise au cours des vingt-cinq dernières années, on domine beaucoup mieux aujourd'hui les problèmes monétaires et commerciaux qu'au lendemain de la dernière guerre, et le monde est, à maints égards, infiniment mieux équipé pour résoudre les questions en suspens.

Il est remarquable que l'on se soit, dans presque tous les pays, largement attaché à l'étude des problèmes d'organisation économique et financière avec lesquels le monde se trouvera confronté à l'issue de la guerre. Abstraction faite de certaines données qui sont tenues secrètes pour des considérations d'ordre militaire ou d'ordre semblable, on dispose d'un ensemble suffisant d'informations sur les tendances des divers pays ainsi que sur les problèmes qui se posent à eux et il devrait être aisément possible, avec l'aide des institutions nationales,

d'établir une analyse de la situation à la fin de la guerre. Enfin, le désir des nations de coopérer entre elles pour organiser le monde suivant des principes raisonnables constitue, bien entendu, le facteur décisif sans lequel les hommes ne pourront, quelle que soit l'étendue de leur habileté et de leur expérience, obtenir de résultats. Mais que la volonté de coopérer soit réelle, et les moyens adéquats ne manqueront pas pour accomplir le travail urgent de reconstruction.

THOMAS H. MCKITTRICK,  
Président.



## **ANNEXES**

# BILAN AU

EN FRANCS SUISSES OR (UNITÉS DE 0,290 322 58...)

ACTIF			
I. OR EN LINGOTS . . . . .		30.564.120,08	6,5
II. ENCAISSE			
A la Banque et en compte courant dans d'autres Banques . . . . .		34.819.882,44	7,4
III. FONDS A VUE placés à intérêts . . . . .		16.257.974,69	3,5
IV. PORTEFEUILLE RÉESCOMPTABLE			
1. Effets de commerce et acceptations de Banque . . . . .	93.510.934,14		19,9
2. Bons du Trésor . . . . .	68.412.117,53		14,6
		161.923.051,67	
V. FONDS A TERME placés à intérêts			
A 3 mois au maximum . . . . .		17.371.232,96	3,7
VI. EFFETS ET PLACEMENTS DIVERS			
1. Bons du Trésor . . . . .	84.809.098,43		18,0
2. Effets de Chemins de fer et de l'Adminis- tration des Postes, autres effets et place- ments divers . . . . .	121.829.515,58		25,9
		206.638.614,01	
VII. AUTRES ACTIFS . . . . .		2.357.354,72	0,5
NOTE — Les avoirs de la Banque, sous forme de lingots d'or ou de monnaies libres de restrictions de change, dépassent largement les dépôts à vue et à court terme (Postes IV et V du Passif). Ses autres avoirs sont placés dans des pays dont les monnaies sont actuellement soumises à des restric- tions de change, mais, à cet égard, les gouvernements intéressés ont dé- claré, soit comme signataires de l'Accord de La Haye de 1930 (Article X), soit en vertu d'actes spéciaux, que la Banque ne fera « l'objet d'aucune disposition établissant une incapacité quelconque ou d'aucune mesure restrictive telle que censure, réquisition, enlèvement ou confiscation en temps de paix ou de guerre, représailles, interdictions ou restrictions à l'expor- tation de l'or ou de devises, ou de toute autre mesure analogue ». En outre, plus de 60% des avoirs restants, après avoir défalqué des investisse- ments effectués en Allemagne le montant du Dépôt du gouvernement alle- mand, sont protégés par des contrats spéciaux garantissant leur valeur-or. Les engagements de la Banque au titre des dépôts au Compte de Trust des Annuités ne sont pas clairement établis, mais ils figurent dans le bilan pour leur montant maximum en francs suisses or. Les éléments d'actif ou de passif en monnaies étrangères ont été portés au bilan après avoir été convertis en francs suisses or sur la base des cours de change cotés ou officiels afférents à leurs monnaies respectives.			
		469.932.230,57	100,0

## A MESSIEURS LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET ACTIONNAIRES DE LA BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX A BÂLE.

Conformément à l'Article 52 de ses Statuts, nous avons examiné les livres et les comptes de obtenu toutes les informations et explications qui nous étaient nécessaires et qu'à notre avis et correcte de la situation des affaires de la Banque, exprimées en francs suisses or définis ci-dessus l'examen des livres mis à notre disposition et des ex-

ZURICH, le 3 Mai 1940.

31 MARS 1940

GRAMMES D'OR FIN — ART. 5 DES STATUTS)

PASSIF			
			%
I. CAPITAL			
Capital autorisé et émis			
200.000 actions de 2.500 frs. suisses or chacune	500.000.000,—		
libérées de 25 % . . . . .		125.000.000,—	26,6
II. RÉSERVES			
1. Fonds de Réserve Légale . . . . .	5.117.398,66		
2. Fonds de Réserve de Dividendes . . . .	6.658.510,75		
3. Fonds de Réserve Générale . . . . .	13.317.021,48		
		25.092.930,89	5,3
III. DÉPÔTS A LONG TERME			
1. Dépôts au Compte de Trust des Annuités	153.050.000,—		32,6
2. Dépôt du Gouvernement allemand . . .	76.525.000,—		16,3
		229.575.000,—	
IV. DÉPÔTS A COURT TERME ET A VUE (en monnaies diverses)			
1. Banques Centrales pour leur compte:			
A vue . . . . .		31.994.834,22	6,8
2. Banques Centrales pour le compte d'autres déposants:			
A vue . . . . .		1.645.497,74	0,4
3. Autres déposants:			
a) A 3 mois au maximum . . . . .	25.881,03		0,0
b) A vue . . . . .	1.114.010,44		0,2
		1.139.891,47	
V. DÉPÔTS A COURT TERME ET A VUE (Or)			
1. A 3 mois au maximum . . . . .	1.764.219,48		0,4
2. A vue . . . . .	11.182.591,36		2,4
		12.946.810,84	
VI. DIVERS . . . . .		34.575.084,76	7,3
VII. SURPLUS			
Bénéfice pour l'exercice social ayant pris fin le 31 mars 1940 .		7.962.180,65	1,7
		469.932.230,57	100,0

la Banque, pour l'exercice social ayant pris fin le 31 mars 1940. Nous déclarons que nous avons le bilan ci-dessus et la Note qui l'accompagne sont établis de manière à donner une vue exacte pour la contre-valeur des diverses monnaies utilisées, pour autant que cette situation ressort de plications ou renseignements qui nous ont été donnés.

PRICE, WATERHOUSE & Co.  
Chartered Accountants

# COMPTE DE PROFITS ET PERTES

## pour l'exercice social ayant pris fin le 31 Mars 1940

	Francs suisses or
Revenu net provenant de l'utilisation du capital de la Banque et des dépôts qui lui ont été confiés, après déduction de la provision nécessaire pour charges éventuelles	9.793.039,34
Commissions de la Banque:	
En qualité de Mandataire (Trustee) (ou Agent Financier des Trustees) d'Emprunts Internationaux . . . . .	122.402,02
En raison de crédits spéciaux . . . . .	34.242,87
Droits de transfert . . . . .	298,55
	<u>9.949.982,78</u>
Frais d'administration:	
Conseil d'Administration — indemnités et frais de voyage . . . . .	136.987,67
Direction et personnel — traitements et frais de voyage . . . . .	1.451.086,63
Loyer, assurance, chauffage, éclairage et eau . . . . .	112.755,14
Fournitures de bureau, livres, périodiques . . . . .	100.305,69
Téléphone, télégraphe et frais postaux . . . . .	69.079,29
Rémunérations d'experts (Commissaires-Vérificateurs, interprètes, etc.)	13.042,82
Imposition cantonale . . . . .	34.273,76
Droits d'abonnement sur l'émission française des actions de la Banque	30.008,85
Divers . . . . .	40.262,28
	<u>1.987.802,13</u>
BÉNÉFICE NET	<u>7.962.180,65</u>

## COMPTÉ D'AFFECTATION DU BÉNÉFICE NET

	Francs suisses or
BÉNÉFICE NET pour l'exercice social ayant pris fin le 31 mars 1940 . . . . .	7.962.180,65
Réparti conformément à l'Article 53 a), b), c) et d) des Statuts, de la façon suivante:	
Au Fonds de Réserve Légale — 5 % de 7.962.180,65 . . . . .	398.109,03
	<u>7.564.071,62</u>
Dividende au taux de 6 % par an sur le capital versé . . . . .	7.500.000,—
	<u>64.071,62</u>
Au Fonds de Réserve de Dividendes — 20 % de 64.071,62 . . . . .	12.814,32
	<u>51.257,30</u>
Au Fonds de Réserve Générale — 50 % de 51.257,30 . . . . .	25.628,65
Solde	<u>25.628,65</u>

Distribué conformément à l'Article 53 e), i) des Statuts, de la façon suivante:

	Francs suisses or	
Dépôts au Compte de Trust des Annuités prévus à l'Article IV e) du Contrat de Mandat (Trust)		
France . . . . .	8.784,24	
Grande-Bretagne . . . . .	3.432,68	
Italie . . . . .	1.793,—	
Belgique . . . . .	969,93	
Roumanie . . . . .	169,45	
Yougoslavie . . . . .	705,25	
Grèce . . . . .	58,10	
Portugal . . . . .	111,36	
Japon . . . . .	111,36	
Pologne . . . . .	<u>3,23</u>	16.138,60
Dépôt sans intérêt du Gouvernement allemand prévu à l'Article IX du Contrat de Mandat (Trust) . . . . .		
		8.069,30
Dépôt du Gouvernement français (Sarre) . . . . .		71,81
Fonds de Garantie du Gouvernement français prévu à l'Article XIII du Contrat de Mandat (Trust) . . . . .		
	<u>1.348,94</u>	<u>25.628,65</u>

## CONSEIL D'ADMINISTRATION

*Sir Otto Niemeyer, Londres . . . . .	Président.
Alexandre Galopin, Bruxelles . . . . .	} Vice-Présidents.
Hisaakira Kano, Londres . . . . .	

Dott. V. Azzolini, Rome.  
Baron Brincard, Paris.  
Pierre Fournier, Paris.  
Walther Funk, Berlin.  
Kichio Futami, Londres.  
Prof. Francesco Giordani, Rome.  
Georges Janssen, Bruxelles.  
Montagu Collet Norman, Londres.  
Ivar Rooth, Stockholm.  
Dr. Hermann Schmitz, Berlin.  
Kurt Freiherr von Schröder, Cologne.  
Dr. L. J. A. Trip, Amsterdam.  
Marquis de Vogüé, Paris.  
Ernst Weber, Zurich.

## Suppléants

Adolphe Baudewyns, Bruxelles.  
Yves Bréart de Boisanger, Paris.  
Cameron F. Cobbold, Londres.  
Emil Puhl, Berlin.  
Dott. Mario Pennachio, Rome.

## DIRECTION

Thomas H. McKittrick . . . . .	Président.
Roger Auboin . . . . .	Directeur Général.
Paul Hechler . . . . .	Directeur Général Adjoint.
Dott. Raffaele Pilotti . . . . .	Secrétaire Général.
Marcel van Zeeland . . . . .	Directeur.

Dr. Per Jacobsson . . . . .	Conseiller économique.
Dr. Felix Weiser . . . . .	Conseiller juridique.

\* Les fonctions de Sir Otto Niemeyer ont pris fin en mai 1940.  
Son successeur n'a pas été désigné.

27 Mai 1940.